

332.6
1710
5
e1

**Analisis Perilaku Return dan Aktivitas Volume
Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta
(Event Study: Dampak Peristiwa Bom Bali Tanggal
12 Oktober 2002 pada Saham LQ 45)**



TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
Untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
Pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Disusun oleh:

Johana Indarti C4A 099 064

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**



SERTIFIKASI

Saya, Johana Indarti, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawaban sepenuhnya berada di pundak saya.

11 September 2003

Johana Indarti

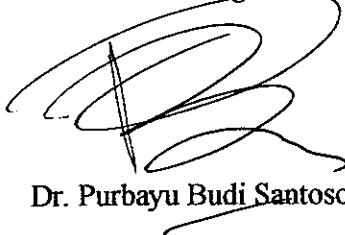
UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft.	2375 / T / m m / e
Tgl.	6 Maret 04

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :
**ANALISIS PERILAKU RETURN DAN AKTIVITAS
VOLUME PERDAGANGAN SAHAM DI
BURSA EFEK JAKARTA**
(*Event Study : Dampak Peristiwa Bom Bali Tanggal 12 Oktober
2002 pada Saham LQ 45*)

yang disusun oleh Johana Indarti, NIM C4A099064
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji tanggal 25 September 2003
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Dr. Purbayu Budi Santoso, MS.

Pembimbing Anggota



Dra. Irene Rini DP, ME.

Semarang, 13 Oktober 2003
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

Capital market as an economic instrument is influenced by many factors, economic factors as well as non economic factors. Political events, human rights issue or even environmental issue can influences the movement in stock exchange index. Jakarta Stock Exchange, as an emerging capital market, is also influenced by non economic factors. The bomb incident at Legian Kuta Bali on October 12, 2002 is one big tragedy that can influence Jakarta Stock Exchange.

Event study approach is being used here, with return and trading volume activity as variables; this research is trying to test whether there is information content in the October 12 incident. The data being used here is from LQ 45 August 2002 to January 2003 period. The reason why using this data is because event study approach need liquid stocks with big capitalization to measure the effect of the event immediately and relatively accurate. T-test is used to test the hypothesis of the difference in average abnormal return and trading volume activity before and after the incident.

The result of this research shows that there is information content in the Bali Bombing incident. This can be seen in the significant abnormal return around the date. Besides from that the result from t-test for return and trading volume activity variables shows there are significant differences between before and after the incident. These indicate that the event content information that pushed trading volume activity bigger than before the incident happened.

ABSTRAK

Pasar modal sebagai sebuah instrumen ekonomi tidak terlepas dari pengaruh berbagai faktor, baik faktor ekonomi maupun non ekonomi. Peristiwa-peristiwa politik, isu hak asasi manusia maupun isu lingkungan hidup dapat mempengaruhi pergerakan pasar modal. Bursa Efek Jakarta, sebagai pasar modal yang sedang berkembang, juga dipengaruhi oleh faktor non ekonomi. Peristiwa bom di Legian Kuta Bali pada tanggal 12 Oktober 2002 adalah salah satu peristiwa tragis yang dapat mempengaruhi Bursa Efek Jakarta.

Penelitian ini berusaha menguji kandungan informasi dari peristiwa 12 Oktober 2002 dengan pendekatan *event study* dan *return* serta aktivitas volume perdagangan saham sebagai variabel. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham yang tergolong dalam LQ 45 pada periode Agustus 2002 sampai Januari 2003, dengan alasan karena penelitian *event study* memerlukan data saham yang *liquid* dan berkapitalisasi besar sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relatif lebih akurat. Uji beda juga digunakan untuk menguji hipotesis mengenai perbedaan rata-rata *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan antara periode sebelum dan setelah peristiwa tersebut terjadi.

Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa peristiwa bom Bali tersebut mengandung informasi yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan pada periode diseperti peristiwa tersebut. Selain itu dari hasil uji beda untuk variabel *return* dan aktivitas volume perdagangan menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan setelah peristiwa tersebut. Hal ini mengindikasikan bahwa peristiwa tersebut mengandung informasi yang mendorong aktivitas perdagangan yang lebih besar dibandingkan dengan tingkat perdagangan di luar periode peristiwa.

KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur kami panjatkan hanya pada Tuhan Yesus Kristus, karena kasih karunia-Nya telah menyertai penulis untuk dapat menyelesaikan tesis ini sebagai salah satu syarat kelulusan dari program studi MM Undip.

Tanpa mengesampingkan segala rasa duka yang dirasakan semua pihak atas tragedi Bom Bali, penulis menyusun tesis yang berjudul **Analisis Perilaku Return dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham di Bursa Efek Jakarta (Event Study: Dampak Peristiwa Bom Bali Tanggal 12 Oktober 2002 pada Saham LQ 45)** adalah untuk mengetahui dampak dari peristiwa “Oktober Kelabu” di pasar modal Indonesia dalam hal ini Bursa Efek Jakarta.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian, pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna, oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada banyak pihak yang telah dengan tulus hati memberi bantuan, baik melalui kata-kata ataupun nasihat serta semangat untuk menyelesaikan penulisan tesis ini.

1. Bp. Dr. Purbayu Budi Santosa, MS., selaku dosen pembimbing utama yang telah memberikan waktu, perhatian, tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.

2. Ibu Dra. Irene Rini DP, ME., selaku dosen pembimbing anggota yang telah menuntun, memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Staf pengajar MM Undip Semarang yang melalui kegiatan belajar mengajar telah memberikan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang berguna untuk mendukung selesainya penulisan tesis ini.
4. Ayah, Ibu, Kakak, dan Adik yang selama ini selalu memberi dukungan dan bantuan dalam segala hal, serta tidak lelahnya mendoakan yang terbaik bagi penulis.
5. Sukma, Yudi, Ronnie, Mbak Ari, Sasa, Dewi, Michael, Rudi, Djoko, Lina dan teman-teman lain yang tidak sempat disebutkan satu persatu yang telah banyak membantu, memberikan dorongan dan doa bagi penulis demi selesainya penulisan tesis ini
6. Seluruh staf administrasi dan staf referensi MM Undip yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di MM Undip.

Akhir kata penulis berharap semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak meskipun penulis menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, 11 September 2003,
Penulis,



(Johana Indarti)

DAFTAR ISI

Halaman

Judul.....	i
Pernyataan Keaslian Tesis.....	ii
Pengesahan Tesis.....	iii
<i>Abstract</i>	iv
Abstrak.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Tabel.....	xi
Daftar Gambar.....	xii

BAB I. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian.....	10

BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka.....	11
2.1.1 Bursa Efek Jakarta.....	11
2.1.2 Peristiwa Bom di Legian Kuta Bali.....	13
2.1.3 Study Peristiwa (<i>Event Study</i>).....	15
2.1.4 Reaksi Di Pasar Modal dengan Adanya Informasi yang Dipublikasikan.....	17

2.1.4.1 Aktivitas Volume Perdagangan Saham atau <i>Trading Volume Activity (TVA)</i>	17
2.1.4.2 <i>Return</i> Saham.....	20
2.1.5 Teori Efisiensi Pasar (<i>Efficient Market Theory</i>).....	22
2.1.6 Koreksi Nilai Beta.....	26
2.1.7 Penelitian-penelitian Terdahulu.....	28
2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	34
2.3 Hipotesis dan Definisi Operasional Variabel.....	35
2.3.1 Hipotesis.....	35
2.3.2 Definisi Operasional Variabel.....	36
 BAB III. METODE PENELITIAN	
3.1 Jenis dan Sumber Data.....	37
3.2 Populasi Saham.....	38
3.3 Metode Pengumpulan Data.....	38
3.4 Teknik Analisis.....	38
 BAB IV. ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	46
4.2 Hasil Analisis Data.....	49
4.3 Pengujian Hipotesis.....	56
 BAB V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1 Kesimpulan.....	62
5.2 Implikasi Kebijakan.....	64
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	65

5.4 Agenda Penelitian Mendatang.....	65
--------------------------------------	----

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Perubahan Harga Sebelum dan Setelah Peristiwa.....	8
Tabel 2.1 Rangkuman Penelitian-penelitian Terdahulu.....	33
Tabel 4.1 Daftar Emiten Berdasarkan Jenis Industri.....	47
Tabel 4.2 Status Kepemilikan Emiten.....	48
Tabel 4.3 Hasil Perhitungan Rata-rata Volume Perdagangan Relatif Diseputar Peristiwa Bom Bali (12 Oktober 2002).....	50
Tabel 4.4 Hasil Perhitungan Rata-rata TVA Sebelum dan Setelah Peristiwa 12 Oktober 2002.....	51
Tabel 4.5 Rangkuman Hasil Perhitungan Beta dan Koreksi Beta dengan Metode Dimson.....	53
Tabel 4.6 Rata-rata <i>Abnormal Return</i> pada Periode Peristiwa Bom Bali (12 Oktober 2002).....	54
Tabel 4.7 Rata-rata <i>Standardized Abnormal Return</i> (t Hitung) pada Periode Peristiwa.....	56
Tabel 4.8 Rata-rata <i>Standardized Abnormal Return</i> (t Hitung) pada Periode Peristiwa.....	57
Tabel 4.9 Hasil Uji Beda Rata-rata <i>Average Abnormal Return</i> Sebelum dan Setelah Peristiwa Bom Bali.....	58
Tabel 4.10 Hasil Uji Beda Terhadap Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham Relatif Sebelum dan Sesudah Peristiwa Bom Bali.....	59

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis.....	34
Gambar 4.1 Aktivitas Perdagangan Saham 10 Hari Sebelum, Pada Tanggal, dan 10 Hari Setelah Peristiwa Bom Bali (12 Oktober 2002).....	51
Gambar 4.2 Pergerakan <i>Average Abnormal Return</i> Pada Periode Peristiwa Bom Bali (12 Oktober 2002).....	54

BAB I

PENDAHULUAN

1. 1. Latar Belakang Penelitian

Seiring pesatnya perkembangan usaha, pasar modal Indonesia mulai menunjukkan peranan penting dalam memobilisasi dana untuk menunjang pembangunan nasional (Harianto dan Sudomo, 1998 : 1). Pasar modal muncul sebagai alternatif sumber pembiayaan bagi dunia usaha. Selain sebagai basis pendanaan jangka panjang untuk melaksanakan berbagai proyek pembangunan, pasar modal juga berfungsi sebagai sarana pemerataan pendapatan, sebagai motivator untuk meningkatkan kualitas *output* perusahaan dan sebagai alternatif investasi bagi pemodal (Ang, 1997). Salah satu fungsi pasar modal adalah sebagai media alternatif bagi masyarakat untuk berinvestasi. Investasi didefinisikan sebagai konsumsi yang ditunda sementara waktu dan akan dikonsumsi lebih besar di masa mendatang (Manurung, 2000 : 1). Manurung (2000 ; 1) menambahkan bahwa dengan mengetahui karakteristik Pasar Modal Indonesia maka investor dapat menyusun strategi investasi dalam rangka menghasilkan tingkat pengembalian investor karena hasil akhirnya dari sebuah investasi yaitu tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi dilakukan.

Sebagai sebuah instrumen ekonomi, pasar modal tidak terlepas dari berbagai pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan lingkungan politik. Pengaruh lingkungan ekonomi mikro seperti kinerja perusahaan, perubahan strategi perusahaan (misalnya kebijakan merger maupun divestasi),

pengumuman laporan keuangan atau deviden perusahaan, selalu mendapat tanggapan dari para pelaku pasar di pasar modal (Suryawijaya & Setiawan, 1998 ; 137). Disamping lingkungan ekonomi mikro, perubahan lingkungan yang dimotori oleh kebijakan-kebijakan makro ekonomi kebijakan moneter, kebijakan fiskal maupun regulasi pemerintah dalam sektor riil dan keuangan, akan pula mempengaruhi gejolak di pasar modal.

Tingkat kepekaan dinamika pasar modal akan berkembang sensitivitasnya, tidak hanya di pengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi mikro dan makro ekonomi saja, akan tetapi faktor-faktor non ekonomi, seperti penegakkan hak asasi manusia, kepedulian pada lingkungan hidup serta peristiwa-peristiwa ketatanegaraan yang sarat dengan nuansa politik telah pula mempengaruhi pergerakan pasar modal (Rustamadji, 2000 ; 36).

Sebagaimana disebutkan oleh Na'im (1997 ; 3) bahwa pasar modal Indonesia termasuk dalam kelompok *emerging capital markets*, yaitu pasar modal yang baru berkembang dari negara-negara sedang berkembang atau negara industri baru. *Emerging markets* ini dipandang semakin penting karena peranannya yang semakin meningkat, dari jumlah kapitalisasi sekitar US\$200 miliar atau 1 persen dari total kapitalisasi pasar dunia pada tahun 1984 menjadi US\$2000 miliar atau 12 persen dari total kapitalisasi pasar dunia pada tahun 1993. Manurung (2000 ; 2) menambahkan bahwa bila dilihat dari pergerakan harga saham dan menunjukkan resiko investasi yang dikenal dengan volatilitas (*volatility*) maka Bursa Efek Jakarta mempunyai volatilitas diatas 40 % sementara Amerika Serikat cukup rendah berkisar 10 %. Besarnya volatilitas ini

menunjukkan kesempatan memperoleh untung dalam jangka pendek bagi investor.

Sebagai pasar modal yang sedang berkembang, Bursa Efek Jakarta juga tidak terlepas dari pengaruh kondisi ekonomi mikro dan makro, tetapi juga faktor-faktor non ekonomi yang tentunya membawa pengaruh yang besar bagi perekonomian Indonesia seperti peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali atau yang sering dikenal dengan peristiwa “Oktober Kelabu” pada tanggal 12 Oktober 2002. Sebagaimana disebutkan oleh Manurung (2002 ; 39) bahwa adanya bom Bali pada bulan oktober merupakan salah satu faktor penting yang membuat bursa kita merosot tajam sampai November 2002. Sebagaimana dikutip dari Kompas tanggal 20 Oktober 2002, bahwa ketika perdagangan dimulai senin atau dua hari setelah ledakan bom di Bali, harga saham langsung turun, membuat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) melemah sampai 10,36% yang mengakibatkan indeks gabungan ke posisi terendah dalam 25 bulan terakhir. Bahkan jatuhnya indeks kali ini lebih besar dibanding hari pertama perdagangan setelah BEJ di bom, 13 September 2000, dimana IHSG jatuh 31,058 poin (7,03%) ke *level* 411,033. Padahal jarak Jakarta dan Bali cukup jauh. Kejadian ini diyakini oleh para pemodal pasti menyebabkan perekonomian Indonesia ke dalam lingkaran kesulitan yang berat. Dan pada akhirnya perusahaan-perusahaan yang sahamnya dimiliki investor akan berkinerja tidak sesuai harapan dan mengakibatkan pemodal melepas secepat-cepatnya saham tersebut. Kondisi ini tentunya sangat tidak diharapkan oleh setiap pelaku dipasar modal.

Sebagaimana disebutkan oleh Peterson (1989) yang dikutip dari Marwan Asri dan Setiawan (1998 ; 141), bahwa *event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu. Demikian juga dengan definisi yang diberikan oleh Jogiyanto (1998 ; 318) bahwa *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Lebih lanjut disebutkan oleh Mackinlay (1997) bahwa *event study* juga dapat digunakan untuk mengukur dampak suatu peristiwa ekonomi terhadap nilai perusahaan. Dalam perkembangannya, *event study* yang semula pengujiannya hanya terbatas pada *corporate action*, kini telah menyentuh aspek makroekonomi bahkan politik hingga isu lingkungan (Suryawijaya, 1998 ; 141). Selanjutnya ditambahkan juga bahwa indikasi makin banyaknya penelitian yang berbasis pada *event study* yang mengambil kaitan antara perubahan harga saham dengan berbagai peristiwa atau informasi yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi menunjukkan makin terintegrasinya peran pasar modal dalam kehidupan sosial masyarakat dunia.

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan *event study* telah dilakukan baik didalam maupun di luar negeri, antara lain dilakukan oleh Kalra, Henderson, dan Raines (1993) sebagaimana dikutip dari Asri dan Suryawijaya (1998 ; 142) dengan menggunakan *event* kecelakaan reaktor nuklir di Chernobyl, kemudian tentang kecelakaan penerbangan di Chicago yang dilakukan oleh Mansur, Cochran, dan Froiro (1989), dan juga tentang pengunduran diri tokoh politik

seperti Perdana Menteri Jepang Noburu Takeshita yang diteliti oleh Asri (1996). Untuk di Indonesia sendiri juga telah dilakukan beberapa penelitian yang senada, antara lain oleh Marwan Asri dan Setiawan (1998) yang menggunakan *event study* pada peristiwa penyerbuan kantor PDI pada tanggal 27 Juli 1996, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar modal (Bursa Efek Jakarta) bereaksi terhadap peristiwa di luar kegiatan ekonomi yang memiliki skala nasional. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Rustamadji (2001) yang mengambil kasus pada peristiwa keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Buloggate dan Bruneigate, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa investor tidak bereaksi terhadap peristiwa keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Buloggate dan Bruneigate.

Hal yang sama juga dilakukan oleh Lamasigi (2002) yang mengambil *event* pada peristiwa pergantian Presiden Republik Indonesia 23 Juli 2001, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia (dalam hal ini BEJ) bereaksi terhadap peristiwa diluar kegiatan ekonomi yang memiliki skala nasional. Mahgianti (2001) juga melakukan penelitian yang sejenis dengan menggunakan *event* dampak penundaaan pencairan bantuan IMF pada saham dominasi asing dengan pendekatan koreksi Beta. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman penundaan pencairan IMF tersebut telah direaksi secara negatif oleh pasar (atau memiliki kandungan informasi negatif). Pergantian kepemimpinan Suharto ternyata juga membawa pengaruh di pasar modal. Hal tersebut seperti yang diteliti oleh Nurhayatie dkk (1999). Akan tetapi dari hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman pergantian

kepemimpinan Suharto belum tercermin secara cepat dan tepat pada harga sekuritas yang ada, hal ini ditandai dengan adanya investor yang masih memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto tersebut. Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Prayogo (2000) dengan menggunakan *event* peristiwa sidang tahunan MPR tahun 2000 yang berujung pada pelengseran Gusdur sebagai Presiden Republik Indonesia. Hasil penelitiannya menunjukkan tidak adanya perbedaan yang signifikan antara saat ST-MPR dengan setelah lima hari ST-MPR.

Berdasarkan uraian diatas dan dengan mengacu pada penelitian Marwan Asri & Setiawan (1998), Rustamadji (2001), Lamasigi (2002), Mahgianti (2001), Nurhayatie dkk (1999) dan Prayogo (2000) maka arah penelitian ini adalah untuk menguji muatan informasi suatu peristiwa terhadap aktivitas di Bursa Efek Jakarta atau dengan kata lain peneliti akan melakukan *event study* untuk mengungkapkan reaksi pasar modal terhadap peristiwa pengeboman di Legian Kuta Bali, dengan alasan memilih peristiwa tersebut adalah karena peristiwa pengeboman tersebut merupakan peristiwa yang tidak hanya menarik perhatian kalangan nasional, tapi juga kalangan internasional, yang tentunya juga berpengaruh terhadap iklim investasi di Indonesia. Sebagaimana dikutip dari harian Suara Merdeka pada tanggal 24-3-2003 bahwa akibat dari bencana itu, Bali dijauhi wisatawan asing, dan hal tersebut membawa dampak suram terhadap kawasan wisata lain, yang paling menonjol misalnya Yogyakarta. Lebih lanjut disebutkan oleh Sugeng Wahyudi dalam tulisannya di Suara Merdeka ada beberapa aspek yang ditimbulkan dari adanya bom Bali tersebut yang tentunya mempengaruhi kondisi

baik makro maupun mikro, antara lain, dari segi intensitas dan dampak langsung dari peledakan bom Bali mengakibatkan dampak negatif yang lebih banyak yaitu jatuhnya banyak korban. Kedua, dari aspek kondisi keamanan dan politik baik pada tingkat nasional maupun global lebih kondusif pada saat peledakan bom di Jakarta (BEJ) dari pada di Bali. Ketiga, melihat aspek ekonomi nasional keadaan pada saat bom di Jakarta lebih baik daripada saat terjadi peledakan bom di Bali. Hal ini dapat dilihat dari beberapa indikator ekonomi seperti misalnya kurs rupiah terhadap dolar pada saat peledakan bom di Bali sehari sebelumnya kurs Rp.9.010/dolar AS dan sehari sesudahnya Rp.9.313/dolar AS, sehingga perubahannya memberikan pengaruh negatif yang signifikan. Sebaliknya pada saat terjadinya bom di BEJ Jakarta yakni dari Rp. 8.740/dolar AS sehari sebelum peristiwa menjadi Rp.8.775/dolar AS sehari sesudah peristiwa. Jadi perubahannya tidak signifikan. Demikian pula bila dilihat pada indikator tingkat suku bunga yang dicerminkan melalui tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI). Pada saat peristiwa peledakan bom di Bali, suku bunga SBI 13% sedangkan saat bom di Jakarta pada posisi 11%. Lebih lanjut disebutkan juga bahwa tingkat suku bunga dan kurs mata uang merupakan faktor ekonomi yang mempengaruhi *return* saham. Makin rendah suku bunga, *return* saham kian tinggi. Makin menguat kurs rupiah terhadap dolar AS, *return* saham kian tinggi pula. Kian rendah tingkat inflasi, *return* saham akan makin tinggi. Apabila digambarkan dalam bentuk tabel akan nampak sebagai berikut:

Tabel 1.1
PERUBAHAN HARGA SEBELUM DAN SETELAH PERISTIWA

	IHSG	ISAT	TLKM	HMSP	GGRM	ASII	KURS	BUNGA
Sebelum	376.5	7400	2975	3175	7950	2100	9010	13
Sesudah	337.5	6450	2400	2750	7100	1800	9313	13
Perubahan	(10.4)	(12.8)	(19.3)	(13.4)	(10.7)	(14.3)	(3.4)	

Sumber: Suara Merdeka, 2003

Dalam penelitian ini, variabel yang digunakan disini adalah *return* dan volume perdagangan saham, karena sebagaimana disebutkan oleh Kim dan Verrecchia (1991), Barron (1995), Atiase dan Bamber (1994) sebagaimana dikutip dari Bandi dan Jogiyanto (2000 ; 206) menyebutkan bahwa dalam melihat reaksi pasar, suatu studi bisa mengamati reaksi volume perdagangan selain reaksi harga. Digunakannya volume perdagangan pada kurun waktu disekitar terjadinya peristiwa sebagaimana disebutkan oleh Suryawijaya dan^{*} Setiawan (1998 ; 139) adalah untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif tentang reaksi pasar.

Lebih lanjut sebagaimana disebutkan oleh Mahgianti (2001 ; 957) bahwa Bursa Efek Jakarta tergolong bursa yang tipis (*thin market*) dimana masih banyak terdapat perdagangan yang tidak sinkron (*non synchronous trading*). Jogiyanto (1998 ; 217) menyebutkan bahwa pasar modal yang tipis merupakan ciri dari pasar modal yang berkembang (*emerging market*) sehingga beta yang terjadi masih terdapat bias. Lebih lanjut disebutkan oleh Bartholdy dan Riding (1999) sebagaimana dikutip dari Mahgianti (2001 ; 957) bahwa dalam penelitian *event study* dan penelitian lain jika menggunakan beta yang bias ini dalam menganalisis,

study dan penelitian lain jika menggunakan beta yang bias ini dalam menganalisis, maka hasilnya pun akan bias, sehingga beta yang bias ini perlu dikoreksi terlebih dahulu. Dengan demikian, menindaklanjuti apa yang telah disebutkan oleh Jogiyanto (1998) maka dalam penelitian akan dicoba memasukkan model koreksi bias beta.

Adapun penelitian ini dilakukan hanya pada saham-saham yang termasuk saham LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode Agustus sampai Januari tahun 2002. Dengan alasan sebagaimana dikutip dari Lamasigi (2002) adalah karena penelitian yang berbasis *event study* terutama untuk periode harian, memerlukan emiten-emiten yang bersifat *liquid* dengan kapitalisasi terbesar sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relatif lebih akurat, dan saham LQ 45 merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.

1.2 Perumusan Masalah

Peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali pada tanggal 12 Oktober merupakan salah satu peristiwa yang membuat Bursa Efek Jakarta merosot tajam sampai November 2002. Hal ini ditunjukkan dengan kondisi pada hari senin atau dua hari setelah ledakan bom di Bali, harga saham langsung turun, membuat indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) merosot sampai 10,36% yang mana turunnya indeks gabungan ini lebih besar dibanding hari pertama perdagangan setelah BEJ di bom, 13 September 2000, dimana IHSG jatuh 31,058 poin (7,03%) ke *level* 411,033. Merosotnya Indeks Harga Saham Gabungan menunjukkan begitu

rentannya Bursa Efek Jakarta, akan tetapi seberapa jauh reaksi yang ditimbulkan dari peristiwa tersebut perlu pembuktian yang lebih mendalam baik dari segi harga atau *abnormal return* maupun volume perdagangan, sehingga dengan demikian pertanyaan yang diajukan adalah sebagai berikut :

1. Apakah peristiwa pengeboman di Legian Kuta Bali mempunyai kandungan informasi yang dilihat dari signifikansi rata-rata *abnormal return* pada periode diseputar tanggal pengeboman yaitu tanggal 12 Oktober 2002 ?
2. Apakah terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa pengeboman dengan setelah peristiwa pengeboman tersebut ?
3. Apakah terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum peristiwa pengeboman dengan setelah peristiwa pengeboman tersebut ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis kandungan informasi yang dilihat dari rata-rata *abnormal return* yang timbul sebagai reaksi dari adanya peristiwa pengeboman di Legian Kuta Bali pada tanggal 12 Oktober 2002.
2. Untuk menganalisis perbedaan rata-rata *abnormal return* sebelum dan setelah peristiwa pengeboman tersebut terjadi.
3. Menganalisis perbedaan rata-rata volume perdagangan sebelum dan setelah peristiwa pengeboman tersebut terjadi.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Bursa Efek Jakarta

Bursa Efek Jakarta merupakan salah satu bursa yang sedang mengalami pasang surut sesuai dengan perekonomian Indonesia dan *International Finance Corporation*, anak perusahaan Bank Dunia, mengklasifikasikan bursa saham tersebut menjadi salah satu bursa yang sedang berkembang (*emerging market*) bahkan para *Fund Manager Internasional* juga memberikan perhatian yang besar terhadap Bursa Efek Jakarta (Manurung, 2000 ; 2). Na'im (1997 ; 3) menyebutkan bahwa *emerging capital market* mempunyai ciri-ciri khas yang berbeda dengan pasar modal yang sudah berkembang seperti di Amerika Serikat (*New York Stock Exchange*) dan *American Stock Exchange* (ASE) dan di London (*London Stock Exchange*). Perbedaan ini terjadi akibat adanya perbedaan ekonomi dan sosial serta lingkungan hukum dan regulasi ekonomi pada pasar modal *emerging markets*.

Ariff dan Johnson (1990) sebagaimana dikutip dari Na'im (1997 ; 3) mengidentifikasi beberapa karakteristik *emerging capital markets* yang penting dipertimbangkan dalam analisis peranan pasar modal dalam perekonomian. Karakteristik tersebut meliputi masalah institusi ekonomi yang relatif baru, dan pasar modal dibentuk sebagai konsekuensi dari pertumbuhan ekonomi yang tinggi (seperti di Hongkong, Korea, Malaysia, Singapura, dan Taiwan). Karakteristik

lain adalah ukuran (*size*) yang relatif kecil (*thin market*), dan likuiditas, informasi yang tersedia tentang perusahaan publik yang *listing* yang lebih rendah, serta masalah kurangnya integrasi pasar modal dengan sistem finansial yang lebih luas. Karakteristik tersebut tercermin dalam beberapa indikator *emerging market*, terutama mengenai resiko, *returns* dan korelasinya dengan pasar dunia.

Pasar modal yang sedang berkembang merupakan pasar yang tipis, yaitu banyak saham tidur atau jarang diperdagangkan (Hartono dan Setiawan, 2002). Hartono (1998 ; 224) menunjukkan selama tahun 1996, jumlah hari perdagangan yang terjadi di BEJ adalah 128,27 hari dari 249 hari perdagangan efektif, atau sekitar 59,55 %. Lebih lanjut disebutkan, bahwa kondisi seperti ini akan menimbulkan masalah dalam penghitungan β . Dalam kasus saham tidur, berarti saham tidak diperdagangkan beberapa lama, sehingga harga penutupan hari ini berasal dari harga penutupan beberapa hari sebelumnya. Jadi, penghitungan β dilakukan dengan mempertemukan indeks pasar hari ini dengan harga penutupan sekuritas beberapa hari sebelumnya. Terjadi ketidakkonsistenan penghitungan nilai beta. Penghitungan beta yang tidak menggunakan interval waktu yang sama akan mengakibatkan bias yang serius. Salah satu persoalan dalam bias data tersebut sebagaimana disebut oleh Hartono (1998) sebagaimana dikutip dari Halim dan Sulistiyo (1999 ; 223) adalah masalah normalitas data. Untuk mengatasi masalah normalitas data dapat dilakukan transformasi data menjadi *log* natural atau di *square*-kan.

Hartono dan Surianto (2000) melakukan pengujian terhadap nilai beta di Bursa Efek Jakarta dengan menggunakan peristiwa pengumuman laba selama

periode 22 Mei 1995 sampai 22 Mei 1997 dan menggunakan sampel sebanyak 74 perusahaan serta periode estimasi selama 100 hari untuk menghitung beta. Hasil perhitungannya menunjukkan nilai 0.067 yang secara statistik berbeda dari 1. Kemudian beta dikoreksi dengan menggunakan metode Fowler dan Rorke, Dimson dan Scholes dan Williams, kemudian hasilnya menunjukkan metode yang terbaik untuk mengkoreksi beta adalah Fowler dan Rorke, dengan satu *lead* dan satu *lag* apabila datanya normal, dan 4 *lead* dan 4 *lag* apabila datanya tidak normal.

Sebagai sebuah pasar modal yang berkembang, Bursa Efek Jakarta merupakan pasar yang tipis, oleh karena itu perhitungan beta yang tidak mengindahkan kondisi Bursa Efek Jakarta sebagai pasar modal yang tipis sangat potensial menghasilkan beta yang bias. Apabila beta yang digunakan bias, maka hasil penelitian tersebut juga sangat mungkin bias (Hartono dan Setiawan ; 2002).

2.1.2. Peristiwa Bom di Legian Kuta Bali

Dampak buruk peristiwa teror bom di Kuta Bali tersebut mengakibatkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) turun sampai dengan 10,36 persen yang mengakibatkan indeks gabungan turun ke posisi terendah dalam 25 bulan terakhir. Adrian Rusmana (Kompas 20 Oktober 2002) berpendapat bahwa teror bom di Bali paling tidak menimbulkan tiga hal yang memburuk, yaitu:

1. Secara ekonomi devisa menjadi berkurang.
2. Secara politik akan ada pro-kontra mengenai tuduhan-tuduhan terhadap kelompok islam garis keras.

3. Masalah keamanan menjadi semakin mengemuka, terutama bagi investor asing, sehingga beberapa investasi yang sudah mau masuk bisa berkurang.

Manurung (2002) menyebutkan bahwa kejadian Bom Bali memberikan pengaruh sangat besar terhadap perekonomian di masa mendatang terutama tahun 2003. Penyelesaian atas Bom Bali akan memberikan dampak positif atau negatif terhadap perekonomian kita, karena penyelesaian tersebut merupakan kebijakan pemerintah yang diperhatikan oleh dunia. Bila pemerintah dapat menyelesaikan Bom Bali dengan menangkap dalangnya maka kepercayaan investor sangat tinggi kepada Indonesia. Akibatnya, *country risk* Indonesia dapat diukur dan tidak seperti belakangan yang didengungkan oleh berbagai pihak bahwa *country risk* Indonesia tidak dapat diukur. Pihak asing sebagai salah satu yang mendukung perekonomian kita akan tetap seperti sebelumnya yaitu tidak mempunyai kepercayaan. Investasi akan berkurang karena pihak asing masih menunggu samapi titik yang diharapkan. Bila investasi dari pihak asing belum ada maka pertumbuhan ekonomi juga tidak dapat diharapkan meningkat tajam karena sumber pertumbuhan ekonomi hanya dari pertumbuhan dan konsumsi masyarakat. Bila hal ini terjadi maka bursa kita tidak akan banyak bergerak atau perubahan karena perekonomian yang dianggap stabil.

Teror bom di Legian Kuta Bali telah meninggalkan luka yang sangat mendalam bagi rakyat Bali pada khususnya dan masyarakat Indonesia pada umumnya, yang tentunya membutuhkan waktu, biaya, dan tenaga yang banyak untuk memulihkannya kembali.

2.1.3. Study Peristiwa (*Event Study*)

Event study sebagaimana disebutkan oleh Peterson (1989), Kritzman (1994) yang dikutip dari Gudono & Sugeng (1998 ; 68) merupakan suatu metode penelitian untuk mengamati dampak suatu peristiwa (*event*) pada harga saham di pasar modal. Pengamatan itu biasanya dilakukan dengan melihat perilaku pendapatan (*return*) saham di sekitar kejadian yang diamati. Senada dengan hal tersebut, Jogiyanto (1998 ; 318) menyebutkan bahwa *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Harijono (1995) menyebutkan *event study* merupakan suatu studi tentang pergerakan *return* saham yang terjadi sekitar peristiwa sistematis tertentu terutama pengumuman/peristiwa yang diduga memberikan informasi baru tentang suatu perusahaan.

Tujuan *event study* sebagaimana disebutkan oleh Kritzman (1994) adalah untuk mengukur hubungan antara suatu peristiwa dengan tingkat pengembalian (*return*) dari suatu surat berharga. Selain itu *event study* dapat juga digunakan untuk mengukur dampak suatu peristiwa ekonomi terhadap nilai perusahaan (Mackinlay, 1997). Lamasigi (2002) menyebutkan bahwa dari beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa *event study* dikembangkan untuk menganalisis reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan. Peristiwa tersebut meliputi peristiwa ekonomi maupun peristiwa non ekonomi untuk mengetahui ada tidaknya *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham. Selain itu *event study* juga dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu peristiwa atau pengumuman. Jika suatu peristiwa

atau pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini biasanya diukur dengan menggunakan konsep *abnormal return*. Sebagaimana disebutkan dalam Jogiyanto (1998 ; 318), bahwa jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Lebih lanjut, sebagaimana disebutkan oleh Suryawijaya & Setiawan (1998 ; 141) bahwa *event study* juga dapat digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) pada bentuk setengah kuat (*semi-strongform*), seperti yang dilakukan Fama et.al. (1969), yang kemudian diikuti oleh berbagai peneliti pada pasar modal lainnya.

Sebagaimana dikutip dari Suryawijaya dan Setiawan (1998 ; 141) bahwa *event study* memiliki sejarah yang panjang dalam penelitian terhadap pasar modal. Penelitian yang dilakukan Dolley (1930) yang meneliti tentang pengaruh *stock-splits* terhadap kekayaan pemegang saham mungkin merupakan *event study* yang pertama kali dilakukan, meskipun tidak menggunakan metodologi *event study* seperti yang dikenal sekarang. Berbagai penelitian berikutnya, seperti yang dilakukan oleh Myers dan Bakay (1948), serta Fama, dkk. (1969) makin menyempurnakan metodologi *event study*.

Walaupun *event study* memiliki jangkauan yang luas, namun baru pada dua dekade terakhir ini banyak digunakan terhadap peristiwa-peristiwa di luar isu-

isu ekonomi (Suryawijaya dan Setiawan, 1998 ; 141). Indikasi makin banyaknya penelitian yang berbasis pada *event study* yang mengambil kaitan antara perubahan harga saham dengan berbagai peristiwa atau informasi yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi menunjukkan makin terintegrasinya peran pasar modal dalam kehidupan sosial masyarakat dunia.

2.1.4. Reaksi Di Pasar Modal dengan Adanya Informasi yang Dipublikasikan

Beberapa kemungkinan yang sering digunakan untuk mendeteksi apakah pasar merespon suatu peristiwa adalah dengan menggunakan pendekatan volume perdagangan saham dan *return* saham. Dalam penelitian ini akan dijelaskan mengenai volume perdagangan saham atau yang sering disebut *Trading Volume Activity* (TVA) terlebih dahulu baru kemudian dilanjutkan dengan penjelasan mengenai *return* saham.

2.1.4.1. Aktivitas Volume Perdagangan Saham atau *Trading Volume Activity* (TVA)

Aktivitas Volume Perdagangan Saham atau *Trading Volume Activity* (TVA) adalah merupakan suatu pengukuran apakah pengumuman yang dikeluarkan perusahaan berhubungan dengan kenaikan volume aktivitas perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan pada saat pengumuman tersebut. Dan apabila dirumuskan akan nampak sebagai berikut :

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Sebagaimana dikutip dari Suad Husnan dkk (1996 ; 112), menyebutkan bahwa aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai laporan keuangan informatif, dalam arti apakah informasi tersebut membuat keputusan perdagangan di atas keputusan perdagangan yang normal. Ukuran tersebut tidak memisahkan keputusan pembelian (yang bisa dikaitkan dengan informasi positif) dengan keputusan penjualan (yang bisa dikaitkan dengan informasi negatif).

Suryawijaya dan Setiawan (1998 ; 142) menambahkan bahwa pendekatan TVA ini dapat juga untuk menguji hipotesis pasar efisien pada bentuk lemah (*weak-form efficiency*). Hal ini karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk lemah, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada, sehingga peneliti hanya dapat mengamati reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan pada pasar modal yang diteliti.

Banyak penelitian telah dilakukan baik di bidang akuntansi maupun keuangan untuk mengetahui keterkaitan antara informasi baru yang dikeluarkan perusahaan dengan harga saham maupun volume perdagangan saham. Penelitian dengan menggunakan pendekatan volume perdagangan saham telah dilakukan sejak tahun 1968 oleh Beaver sebagaimana dikutip dari Sudibyo dan Hastuti (1997). Beaver (1968) yang dikutip oleh Cready dan Mynatt (1991) merupakan peneliti pertama yang memperkenalkan penggunaan volume perdagangan sebagai hasil pengukuran tingkat kesepakatan diantara para investor berkaitan dengan

adanya suatu pengungkapan informasi. Beaver (1968) menemukan bahwa volume perdagangan meningkat secara signifikan pada tanggal pengumuman laporan keuangan, yang menunjukkan bahwa terdapat ketiadaan konsensus para partisipan dalam pasar dalam menginterpretasikan suatu data akuntansi.

Crouch (1970) dan Winsen (1976) dan Ro (1981) menyatakan bahwa perubahan volume dapat timbul tanpa adanya perubahan harga apabila kelebihan permintaan seseorang pedagang ditutup oleh kelebihan penawaran pedagang lainnya tanpa mengarah pada suatu ekuilibrium baru.

Sedangkan Beaver (1968,1972) yang dikutip oleh Ro (1981) menyatakan bahwa volume merefleksikan heterogenitas ekspektasi investor individual yang berdasar pada suatu informasi baru, sedangkan perubahan harga merefleksikan pengaruh suatu informasi baru pada tingkat pasar. Oleh karena itu, apabila suatu informasi baru mengubah ekspektasi individu tanpa mengubah ekspektasi pasar secara keseluruhan, maka akan terjadi perubahan dalam kepemilikan portofolio dan akibatnya timbul perubahan volume dan bukan perubahan harga.

Bamber (1986) menggunakan pendekatan volume perdagangan saham sebagai proksi reaksi pasar. Argumen yang dikemukakan oleh Bamber (1986) adalah bahwa volume perdagangan lebih merefleksikan aktivitas investor karena adanya suatu informasi baru melalui penjumlahan seluruh perdagangan saham, sedangkan harga cenderung merefleksikan suatu agregasi atau rata-rata dari kepercayaan investor. Selain itu Bamber (1986) juga mengemukakan bahwa reaksi volume perdagangan lebih berhubungan erat dengan *unexpected earning* yang berbasis *random walk* dibanding yang berbasis peramalan para analis.

Dan dalam penelitian ini untuk mengetahui kegiatan perdagangan saham diukur dengan menggunakan indikator *Trading Volume Activity* seperti yang dirumuskan diatas sebagaimana juga yang banyak digunakan oleh Husnan dkk, Bambang Sudibyo dan Hastuti, Beaver dll.

2.1.4.2. Return Saham

Salah satu kemungkinan yang sering digunakan untuk mendeteksi apakah pasar merespon suatu pengumuman adalah dengan menggunakan pendekatan harga atau *return* saham. *Return* sebagaimana disebutkan oleh Syahrul dkk (2000 ; 1135) merupakan hasil/laba atas suatu surat berharga atau investasi modal, biasanya dinyatakan dalam suatu tingkat persentase tahunan. *Return* kadang-kadang juga disebut sebagai hasil yang diperoleh dari investasi. Sebagaimana disebutkan oleh Jogiyanto (1998 ; 85) bahwa *return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang.

Return realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* realisasi ini juga berguna sebagai dasar penentuan *return* ekspektasi (*expected return*) dan resiko di masa datang.

Return ekspektasi (*expected return*) adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi.

Studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman sering disebut dengan studi peristiwa (*event study*). Sebagaimana disebutkan oleh Jogiyanto (1998 ; 318), *event study* dapat juga digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi bentuk setengah kuat.

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat pada dasarnya merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga sekuritas bersangkutan. Reaksi ini sebagaimana disebutkan oleh Jogiyanto (1998 ; 318) dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. *Return abnormal* umumnya menjadi fokus dalam studi peristiwa yang mengamati reaksi harga atau efisiensi pasar (Bandi dan Jogiyanto, 2000 ; 205).

Abnormal return atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *return* tidak

normal (*abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi, yang apabila dirumuskan (sebagaimana dikutip dari Jogyanto, 1998 ; 318), nampak sebagai berikut:

$$RTNi.t = Ri.t - E(Ri.t)$$

Hariato dan Sudomo (1998 ; 357) menyebutkan ada tiga faktor yang mempengaruhi isi informasi pada saat pengumuman laporan keuangan yaitu :

1. Adanya harapan pasar modal pada isi dan waktu pengumuman laporan keuangan perusahaan.
2. Implikasi pengumuman terhadap distribusi kembalian sekuritas di masa depan.
3. Kredibilitas sumber informasi.

Lebih lanjut, Jogyanto (1998 ; 318) juga menyebutkan bahwa pengujian kandungan informasi hanya menguji seberapa cepat pasar itu bereaksi. Jika pengujian melibatkan kecepatan reaksi dari pasar untuk menyerap informasi yang diumumkan, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Dan kebetulan dalam penelitian ini, selain menguji kandungan informasi, peneliti disini juga akan melakukan uji efisiensi bentuk setengah kuat. Berikut ini akan dijelaskan sedikit mengenai efisiensi pasar.

2.1.5. Teori Efisiensi Pasar atau *Efficient Market Theory* (EMT)

Na'im (1997 ; 2) mengemukakan sejauh mana pasar modal dapat melakukan fungsinya sebagai mekanisme alokasi dana masyarakat ? Masalah ini

dapat dijawab dengan melihat sejauh mana pasar modal efisien. Ada dua pendekatan yang dapat menunjukkan sejauh mana pasar modal efisien. *Pertama* adalah dengan melihat hubungan antara variabel pasar modal, misalnya tingkat *stock returns* (pengembalian saham) dengan variabel-variabel ekonomi makro seperti GDP, tingkat bunga, tingkat pertumbuhan riil, dan tingkat inflasi. *Kedua* adalah dengan melihat sejauh mana variabel pasar modal tersebut dapat menyerap informasi ekonomi, baik informasi mengenai perusahaan publik (yang sahamnya diperdagangkan), industri dan ekonomi makro. Apabila harga saham dan tingkat pengembalian saham dapat menunjukkan informasi yang ada (mempunyai *information contents*), maka dapat dikatakan bahwa pasar modal yang bersangkutan adalah efisien.

Efficient market theory sebagaimana dikutip dari Ang (1997) merupakan teori atau hipotesa dasar dari karakteristik suatu pasar yang efisien (*efficient market*) dimana terdapat pemodal-pemodal yang berpengetahuan luas dan informasi tersedia secara luas kepada para pemodal sehingga mereka bereaksi secara cepat atas informasi baru yang pada akhirnya menyebabkan harga efek-efek melakukan penyesuaian secara cepat dan akurat.

Mengapa disebut Hipotesa Pasar Yang Efisien, sebagaimana dikutip dari Harianto dan Sudomo (1998 ; 673) bahwa istilah hipotesa yang digunakan karena pernyataan tersebut memang perlu diuji kebenarannya. Apakah benar pasar modal efisien seperti yang didefinisikan ?

Jogiyanto (1998 ; 284) menyebutkan bahwa bentuk efisiensi pasar selain dapat ditinjau dari ketersediaan informasi juga dapat dilihat dari kecanggihan

pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dari informasi yang tersedia. Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (*informationally efficient market*). Sedangkan pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (*decisionally efficient market*).

Fama (1970) sebagaimana dikutip dari Jogiyanto (1998 ; 284) menyajikan tiga bentuk efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*). Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Informasi yang dipublikasikan dapat berupa sebagai berikut:

- a) Informasi yang dipublikasikan yang hanya mempengaruhi harga sekuritas dari perusahaan yang mempublikasikan informasi tersebut. Contohnya adalah pengumuman laba, pembagian deviden, pengumuman merger, akuisisi dan lain sebagainya.
 - b) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas sejumlah perusahaan. Contohnya adalah regulasi untuk meningkatkan kebutuhan cadangan yang harus dipenuhi oleh semua bank-bank. Informasi ini akan mempengaruhi secara langsung harga sekuritas tidak hanya sebuah bank saja, tetapi mungkin semua emiten di dalam industri perbankan.
 - c) Informasi yang dipublikasikan yang mempengaruhi harga-harga sekuritas semua perusahaan yang terdaftar di pasar saham. Informasi ini dapat berupa peraturan pemerintah atau peraturan dari regulator yang berdampak ke semua perusahaan emiten. Contoh dari regulasi ini adalah peraturan akuntansi untuk mencantumkan laporan arus kas yang harus dilakukan oleh semua perusahaan. Regulasi ini akan mempunyai dampak ke harga sekuritas tidak hanya untuk sebuah perusahaan saja atau perusahaan-perusahaan di suatu industri, tetapi mungkin berdampak langsung pada semua perusahaan.
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*). Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

2.1.6. Koreksi Nilai Beta

Beta merupakan suatu pengukur volatilitas (*volatility*) *return* suatu sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Beta sekuritas ke-*i* mengukur volatilitas *return* sekuritas ke-*i* dengan *return* pasar. Beta portofolio mengukur volatilitas *return* portofolio dengan *return* pasar. Dengan demikian Beta merupakan pengukur resiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap resiko pasar (Jogiyanto, 1998 ; 193). Fran, dkk (2001) menyebutkan bahwa resiko sistematis adalah resiko *return* suatu saham yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi (*diversifiable risk*) atau resiko yang mempengaruhi banyak (semua) perusahaan, sehingga sering disebut dengan resiko pasar. Resiko ini dapat berupa tingkat bunga, keadaan pasar, ataupun tingkat inflasi. Lebih lanjut disebutkan juga bahwa, resiko sistematis secara keseluruhan tidak dapat dihindari sebarangpun baiknya seorang investor melakukan diversifikasi. Jones (1995) dalam Fran, dkk (2001) menyebutkan bahwa apabila pasar turun dengan tajam maka banyak saham akan terpengaruh untuk turun dengan tajam, namun intensitas perubahan antara satu saham dengan saham yang lainnya berbeda. Perbedaan ini disebabkan karena resiko sistematis suatu saham pada dasarnya berbeda-beda.

Pada pasar modal yang sedang berkembang, Beta perlu disesuaikan karena Beta tersebut masih merupakan Beta bias yang disebabkan oleh terjadinya *non-synchronous trading* (perdagangan yang tidak sinkron). Perdagangan yang tidak sinkron terjadi di pasar yang transaksi perdagangannya jarang terjadi (disebut

dengan pasar yang tipis atau *thin market*) Salah satu ciri pasar modal yang sedang berkembang adalah pasar yang tipis (Jogiyanto dan Suriyanto, 1999 ; 3).

Jogiyanto (1998 ; 222) menyebutkan, perdagangan yang tidak sinkron terjadi karena beberapa sekuritas tidak mengalami perdagangan untuk beberapa waktu. Akibatnya sekuritas-sekuritas ini, harga-harganya pada periode ke-t sebenarnya merupakan harga-harga sebelumnya yang merupakan harga terakhir kali diperdagangkan, bukan harga-harga hasil perdagangan pada periode ke-t. Lebih lanjut juga disebutkan bahwa perdagangan yang tidak sinkron terjadi jika beberapa sekuritas hanya diperdagangkan pada pagi hari saja yang harganya kemudian dibawa sampai pasar ditutup yang kemudian harga tersebut digunakan untuk menghitung indeks pasar pada hari itu.

Penelitian mengenai bias nilai beta khususnya di Bursa Efek Jakarta telah dilakukan oleh Jogiyanto dan Suriyanto pada tahun 1999 dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ mulai tanggal 22 Mei 1995 sampai dengan 31 Mei 1997. Beta dalam penelitiannya diestimasi dengan menggunakan model pasar. Ada tiga metode yang digunakan dalam koreksi nilai beta ini yaitu antara lain : metode Scholes dan Williams (1997), Dimson (1979), dan Fowler dan Rorke (1983). Dari ketiga metode tersebut, metode yang paling mampu untuk mengoreksi bias yang terjadi adalah metode Fowler dan Rorke, baik untuk data *return* yang berdistribusi tidak normal maupun untuk data *return* yang berdistribusi normal.

2.1.7. Penelitian-Penelitian Terdahulu

Sebagian besar dari *event study* yang dilakukan menggunakan berbagai *event* yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi atau bisnis, seperti pengumuman laba, kenaikan suku bunga, kebijakan deviden, pengumuman akuisisi atau *merger*. Walaupun *event study* memiliki jangkauan yang luas, namun baru pada dua dekade terakhir ini banyak digunakan terhadap peristiwa-peristiwa di luar isu-isu ekonomi (Suryawijaya dan Setiawan ; 1998).

Penelitian di Indonesia yang menggunakan variabel *return* telah dilakukan, antara lain oleh Husnan dkk (1996) yang juga menggunakan pendekatan *event study*. Dan *event* yang digunakan adalah pada periode publikasi laporan keuangan tahun 1992. Variabel yang diamati bukan lagi harga, seperti yang biasa dilakukan pada kebanyakan *event study*, melainkan variabel kegiatan perdagangan saham (TVA) dan variabilitas tingkat keuntungan. Dari hasil penelitiannya menunjukkan bahwa laporan keuangan tampaknya dipergunakan investor dalam kegiatan perdagangan di bursa. Kegiatan perdagangan relatif pada hari pengumuman laporan keuangan lebih tinggi dibandingkan dengan kegiatan di luar pengumuman laporan keuangan. Antisipasi investor terhadap laporan keuangan sudah terlihat sebelum pengumuman laporan keuangan. Selanjutnya dari hasil penelitian yang dilakukannya menunjukkan bahwa nampaknya pasar modal Indonesia *efisien* dalam arti pasar mengantisipasi laporan keuangan.

Penelitian khusus untuk menguji efisiensi pasar juga telah dilakukan di Indonesia, antara lain oleh Affandi dan Siddharta (1998) yang melakukan pengujian efisiensi bentuk setengah kuat di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1996-

1997 dengan menggunakan *event* pengumuman laba. Dari hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pada tahun 1996-1997 Bursa Efek Jakarta belum mencapai efisiensi bentuk setengah kuat. Hal ini ditandai dengan kurang cepatnya harga saham dalam menyesuaikan diri terhadap pengumuman laba.

Manurung (1996) dalam penelitiannya dengan menggunakan *event* pengumuman laba di BEJ menemukan bahwa adanya kenaikan *return abnormal* kumulatif dari kelompok perusahaan yang mengalami kenaikan laba (*good news*), walaupun perbedaannya tidak terlalu besar serta tidak ada *trend* yang jelas selama periode pengamatan.

Pengujian efisiensi setengah kuat secara keputusan berikutnya juga dilakukan oleh Hartono dan Setiawan (2002) yang menggunakan *event* pengumuman deviden. Dari hasil penelitiannya dengan menggunakan beta yang telah dikoreksi dengan metode Fowler dan Rorke 4 *lead* dan 4 *lag*, hasilnya menunjukkan pasar bereaksi signifikan positif pada hari pengumuman dengan menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 0.3838%, dan signifikan pada alfa 5 %.

Namun beberapa *event study* mutakhir mengamati reaksi pasar modal dengan menggunakan berbagai *event* diluar aktivitas-aktivitas ekonomi, antara lain penelitian yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998) yang melakukan penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada peristiwa 27 Juli 1996 dengan sampel 37 saham berkapitalisasi terbesar, menghasilkan temuan yang menunjukkan bahwa BEJ semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan, termasuk informasi politik. Hal ini

tercermin dari *abnormal return* negatif yang signifikan yang terjadi secara spontan pada peristiwa tersebut. Dari uji beda rata-rata yang dilakukan, variabel harga saham secara cepat menyesuaikan dengan perkembangan yang terjadi. Dalam hal ini BEJ dikatakan memenuhi kriteria efisiensi bentuk setengah kuat.

Demikian juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Rustamadji (2001), yang mengambil *event* peristiwa keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Buloggate dan Bruneigate. Dimana hasil penelitiannya menunjukkan tidak adanya perbedaan rata-rata *abnormal return* antara sebelum dan sesudah peristiwa terjadi. Ini berarti investor tidak bereaksi terhadap peristiwa keputusan memorandum oleh DPR dalam kasus Buloggate dan Bruneigate.

Sidang tahunan MPR pada tahun 2000 dalam kaitannya dengan harga saham juga telah diteliti oleh Harto (2000). Dengan tujuan untuk melihat sejauh mana dinamika politik dalam negeri khususnya sidang tahunan MPR tahun 2000 terhadap reaksi pasar modal Indonesia dan sampel menggunakan saham LQ 45 serta saham-saham lain yang berasal dari berbagai sektor, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan untuk semua hasil pengujian antara harga-harga saham lima hari sebelum ST MPR dengan saat berlangsung ST-MPR dan antara dengan harga-harga saham saat berlangsungnya ST-MPR dengan harga-harga saham lima hari setelah ST-MPR.

Lamasigi (2002) melakukan penelitian yang senada, dengan menggunakan *event* pergantian Presiden Republik Indonesia 23 Juli 2001. Dan sampel yang digunakan adalah saham yang termasuk LQ 45. Dari hasil penelitiannya bisa disimpulkan bahwa pasar modal Indonesia (dalam hal ini BEJ) bereaksi terhadap

peristiwa diluar kegiatan ekonomi yang memiliki skala nasional. Secara umum bisa dikatakan bahwa BEJ semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan, termasuk peristiwa politik.

Event pergantian Presiden Suharto juga menjadi peristiwa yang diteliti kembali oleh Nurhayatie dkk (1999) dengan tujuan melihat apakah Bursa Efek Jakarta efisien dalam bentuk setengah kuat (*semi strong efficiency*). Dengan menggunakan sampel 30 saham yang aktif dan likuid, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto belum tercermin secara cepat dan tepat pada harga sekuritas yang ada, hal ini ditandai dengan adanya investor yang masih memperoleh *abnormal return* dengan adanya pengumuman pergantian kepemimpinan Suharto tersebut.

Mahgianti (2001) melakukan pengujian dengan menggunakan *event* dampak penundaan pencairan bantuan IMF pada saham dominasi asing dengan pendekatan koreksi beta. Dengan menggunakan sampel 36 perusahaan, hasil penelitiannya menunjukkan jenis saham ini bereaksi negatif seputar pengumuman dan menyebabkan penurunan CAR sebelum dan setelah pengumuman baik pada saham dominasi asing maupun dominasi domestik.

Dengan mengacu pada penelitian-penelitian diatas maka arah penelitian ini adalah untuk mencoba menguji kandungan informasi dari peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali yang terjadi pada tanggal 12 Oktober 2002. Dalam penelitian ini akan digunakan saham yang termasuk dalam golongan saham LQ 45. Sebagaimana dikutip dari Lamasigi (2002) bahwa digunakan sampel saham LQ 45 adalah karena penelitian berbasis *event study* terutama untuk periode harian,

memerlukan emiten-emiten yang bersifat *liquid* dengan kapitalisasi terbesar sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relatif akurat. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return* dan aktivitas volume perdagangan.

Sehubungan dengan kondisi pasar modal Indonesia (dalam hal ini Bursa Efek Jakarta) adalah sebuah pasar modal yang berkembang, dan merupakan pasar yang tipis, maka nilai Beta akan disesuaikan dengan menggunakan metode Fowler dan Rorke sebagaimana yang digunakan oleh Hartono dan Suriyanto (2000). Karena sebagaimana disebutkan oleh Jogiyanto (1999) yang dikutip dari Mahgianti (2001), bahwa Bursa Efek Jakarta tergolong pada bursa yang tipis (*thin market*) dimana masih banyak terdapat perdagangan yang tidak sinkron (*non synchronous trading*). Pasar modal yang tipis merupakan ciri dari pasar modal yang berkembang (*emerging market*), sehingga beta yang terjadi masih terdapat bias. Dalam penelitian *event study* dan penelitian lain yang jika menggunakan beta yang bias ini dalam menganalisis, maka hasilnya pun akan bias, sehingga beta yang bias ini perlu dikoreksi terlebih dahulu. Nampaknya hal ini belum dilakukan pada penelitian *event study* sejenis yang telah dilakukan sebelumnya oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998), Rustamadji (2001), Harto (2000), Lamasigi (2002), dan Nurhayatie dkk (1999).

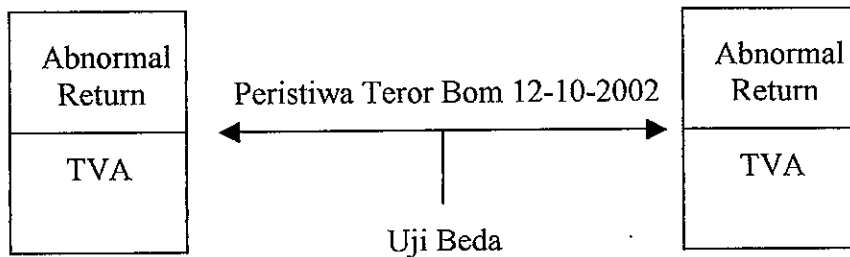
Tabel 2.1.
Rangkuman Penelitian-Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Obyek	Alat Uji	Hasil
1	Husnan dkk (1996)	Pengumuman Laporan Keuangan	Uji-t	Kegiatan perdagangan pada hari pengumuman Lap. Keu lebih tinggi dibandingkan dengan kegiatan di luar pengumuman Lap. Keu.
2	Affandi Siddharta (1998)	Pengumuman Laba	Uji Efisiensi bentuk $\frac{1}{2}$ kuat Th. 1996-1997.	Bahwa pada tahun 1996-1997 BEJ belumlah mencapai efisiensi bentuk setengah kuat.
3	Manurung (1996)	Pengumuman Laba	Uji Efisiensi bentuk $\frac{1}{2}$ kuat	Adanya kenaikan Abnormal Return utk perusahaan yg mengalami kenaikan laba.
4	Hartono dan Setiawan (1998)	Pengumuman Dividen	Uji Efisiensi pasar modal	Pasar bereaksi signifikan positif pada hari pengumuman dividen.
5	Suryawijaya & Setiawan (1998)	Peristiwa 27 Juli 1996	Event Study dan uji-t	BEJ semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yg relevan, termasuk politik.
6	Rustamadji (2001)	Memoraandum DPR dalam kasus Bullogate dan Bruncigate	Event Study dan Uji-t	Investor tidak bereaksi terhadap peristiwa keputusan memorandum DPR.
7	Prayogo P. Harto (2000)	Sidang Tahunan MPR tahun 2000	Event Study dan Uji - t	Tidak ada beda signifikan antara lima hari sebelum ST MPR dg saat berlangsungnya ST MPR.
8	Lamasigi (2002)	Pergantian presiden RI 23 Juli 2001	Event Study dan Uji-t	Pasar modal Indonesia bereaksi thd peristiwa diluar kegiatan ekonomi yg memiliki skala nasional.
9	Nurhayati dkk (1999)	Pergantian presiden Suharto	Event Study dan Uji-t	Harga saham yg ada tidak terpengaruh dg pergantian kepemimpinan Suharto.
10	Mahgianti (2001)	Penundaan pencairan bantuan IMF	Event Study dan Uji-t	Pasar modal bereaksi negatif diseputar pengumuman tersebut.

2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis

Dalam penelitian ini dengan menggunakan *event* teror bom yang terjadi pada tanggal 12 Oktober 2002 di Legian Kuta Bali, peneliti ingin mengetahui dan menguji bagaimana reaksi yang terjadi, karena dari beberapa literatur menyebutkan bahwa kalau terjadi reaksi pada tanggal tersebut, maka bisa dikatakan pengumuman tersebut mempunyai kandungan informasi, sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak akan menimbulkan reaksi di pasar modal. Hal ini nampak pada gambar di bawah ini sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis
Dampak Peristiwa Bom Bali 12 Oktober 2002
Pada Harga dan Volume Perdagangan Saham



Dalam penelitian ini variabel yang digunakan untuk melihat reaksi yang terjadi adalah dengan menggunakan *abnormal return* dan aktivitas volume perdagangan atau yang sering disebut TVA (Trading Volume Activity). Dengan melihat kecepatan fluktuasi *abnormal return* di seputar tanggal terjadinya teror bom tersebut akan dapat diketahui efisien tidaknya pasar modal Indonesia dalam hal ini Bursa Efek Jakarta. Jadi dalam penelitian ini dilakukan dua pengujian sekaligus, yaitu uji kandungan informasi dan uji efisiensi. Sebagaimana disebutkan oleh Jogiyanto (1998 : 319) Pasar dikatakan efisien bentuk setengah kuat jika tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dari

informasi yang diumumkan atau jika memang ada *abnormal return*, pasar harus bereaksi dengan cepat (*quickly*) untuk menyerap *abnormal return* untuk menuju ke harga keseimbangan yang baru.

Digunakannya variabel volume perdagangan selain variabel *return* adalah untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif tentang reaksi pasar (Suryawijaya dan Setiawan, 1998). Sebagaimana disebutkan oleh Kim dan Verrecchia (1991), Barron (1995), Atiase dan Bamber (1994) yang dikutip dari Bandi dan Jogiyanto (2000) menyebutkan bahwa dalam melihat reaksi pasar, suatu studi bisa mengamati reaksi volume perdagangan selain reaksi harga. Dan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali adalah dengan melakukan uji beda (*uji-t*) antara rata-rata TVA sebelum peristiwa dan rata-rata sesudah peristiwa tersebut.

2.3. Hipotesis dan Definisi Operasional Variabel

2.3.1. Hipotesis

Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah :

- H1 : Ada *abnormal return* signifikan yang diterima investor pada peristiwa teror bom tanggal 12 Oktober 2002.
- H2 : Rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa berbeda dengan setelah peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali pada tanggal 12 Oktober 2002.
- H3 : Terdapat perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum dan setelah peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali pada tanggal 12 Oktober 2002.

2.3.2. Definisi Operasional Variabel

Variabel yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah aktivitas volume perdagangan saham dan *abnormal return*.

- *Trading Volume Activity* (TVA) atau Aktivitas Volume Perdagangan merupakan suatu pengukuran apakah pengumuman yang dikeluarkan perusahaan berhubungan dengan kenaikan volume aktivitas perdagangan saham perusahaan yang bersangkutan pada saat pengumuman atau peristiwa tersebut terjadi.
- *Abnormal Return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal atau *return* ekspektasi (Jogiyanto, 1998).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berasal dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, yang terdiri dari:

1. Data tanggal terjadinya teror bom di Legian Kuta Bali, yaitu pada tanggal 12 Oktober 2002.
2. Data harga penutupan saham (*closing price*) selama periode estimasi dan periode jendela pada penerbitan laporan keuangan untuk periode diseputar terjadinya peristiwa teror bom yaitu pada tanggal 12 Oktober 2002 yang diperoleh dari www.jsx.co.id.
3. Indek LQ 45 (ILQ 45) selama periode estimasi dan periode jendela pada penerbitan laporan keuangan untuk periode diseputar terjadinya peristiwa teror bom yaitu pada tanggal 12 Oktober 2002 yang diperoleh dari www.jsx.co.id.
4. Jumlah lembar saham perusahaan LQ 45 yang diperdagangkan pada sepuluh hari sebelum dan sepuluh hari setelah peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali yaitu pada tanggal 12 Oktober 2002 yang diperoleh dari Daftar Kurs Efek (DKE) dan terbitan berkala *Business News*.
5. Jumlah lembar saham beredar perusahaan LQ 45 selama sepuluh hari sebelum tanggal peristiwa dan sepuluh hari setelah tanggal peristiwa yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2002.

3.2 Populasi Saham

Populasi dalam penelitian ini adalah semua saham yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai pada tahun 2002. dan dibatasi pada saham-saham yang termasuk saham LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2002. Adapun alasannya sebagaimana dikutip dari Lamasigi (2002) adalah karena penelitian yang berbasis *event study* terutama untuk periode harian, memerlukan emiten-emiten yang bersifat *liquid* dengan kapitalisasi terbesar sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relatif lebih akurat. Selain itu, saham LQ 45 merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan di bursa.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, data dikumpulkan dan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *Jakarta Stock Exchange Monthly*, JSX Statistics dan www.jsx.co.id. Data yang dikumpulkan meliputi nama-nama emiten, data harga saham harian, dan indeks LQ 45 harian selama periode pengamatan dan periode estimasi, dan jumlah lembar saham yang diperdagangkan dan jumlah lembar saham yang beredar untuk sepuluh hari sebelum peristiwa dan sepuluh hari setelah peristiwa bom di Legian Kuta Bali tanggal 12 Oktober 2002.

3.4 Teknik Analisis

Pengukuran terhadap masing-masing variabel dilakukan dengan cara sebagai berikut:

1. Peristiwa teror bom di Legian Kuta Bali dilihat berdasarkan dari tanggal terjadinya peristiwa tersebut yaitu pada tanggal 12 Oktober 2002. Berhubung tanggal 12 Oktober 2002 jatuhnya pada hari sabtu, maka *event date* digeser ke tanggal 14 Oktober 2002 yang jatuh pada hari senin.
2. Volume perdagangan saham diukur dengan aktivitas perdagangan relatif yang oleh Beaver (1968) sebagaimana dikutip oleh Sudibyo dan Hastuti (1998 ; 242) dinyatakan sebagai berikut :

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Setelah TVA masing-masing saham diketahui, kemudian dihitung rata-rata aktivitas volume perdagangan relatif saham sampel dengan cara :

$$\bar{X} TVA = \frac{\sum_{i=1}^n TVA_i}{n}$$

Kemudian setelah diketahui rata-rata TVA tersebut, dilakukan uji beda (uji-t) antara periode sepuluh hari sebelum peristiwa dan sepuluh hari setelah peristiwa, yang mana tujuannya adalah untuk mengetahui pengaruhnya terhadap volume perdagangan pada kurun waktu di sekitar terjadinya peristiwa, dan untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif tentang reaksi pasar (Suryawijaya dan Setiawan, 1998 ; 139).

3. *Abnormal Return* dihitung menggunakan model pasar (*market model*) yang dilihat dari selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return*

ekspektasi yang dirumuskan sebagai berikut (sebagaimana dikutip dari Jogiyanto, 1998 ; 336) :

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

dimana :

$RTN_{i,t}$ = *abnormal return* sekuritas ke-1 pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = *return* sesungguhnya yg terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$E[R_{i,t}]$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t.

Untuk periode pengamatan yang digunakan dibagi menjadi periode estimasi yang ditetapkan sepanjang 30 hari dan periode jendela atau periode peristiwa 7 hari (3 hari sebelum hari peristiwa, 1 hari peristiwa dan 3 hari setelah hari peristiwa). Karena peristiwa teror bom yang terjadi pada tanggal 12 Oktober 2002 jatuh pada hari sabtu, maka hari Senin tanggal 14 Oktober diasumsikan sebagai *event day* (sebagai mana yang digunakan oleh Suryawijaya dan Setiawan, 1998 ; 139). Secara ringkas dapat digambarkan sebagai berikut :



Penggunaan periode jendela atau periode peristiwa tiga hari diseputar tanggal pengumuman laba dalam penelitian ini, sebagaimana dikutip dari Affandi dan Siddharta (1998 ; 44) adalah untuk memastikan bahwa *return* tidak normal yang terjadi benar-benar karena pengumuman tersebut dan bukan karena

pengumuman lainnya. Sedangkan penggunaan 30 hari periode estimasi, sebagaimana disampaikan oleh Irmasari (2000) dan Istanto (2000) yang dikutip dari Gatot Rustamadji (2001 ; 39) adalah untuk menghindari bias yang dapat timbul dari fluktuasi nilai *beta*. Untuk menghindari bias sebaiknya dipilih *beta* dengan periode estimasi yang mendekati *event period*, yaitu selama 30 hari pengamatan. Yang tentunya juga akan dilakukan koreksi atas nilai *beta* untuk menghindari bias penelitian.

Langkah-langkah Pengujian Hipotesis 1

1. Menghitung *return* saham harian individual

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

2. Menghitung *return* pasar harian dengan formulasi

$$R_{mt} = \frac{ILQ45_t - ILQ45_{t-1}}{ILQ45_{t-1}}$$

3. Meregresikan *return* saham harian individual dengan *return* pasar harian untuk memperoleh α dan β dengan rumus (Suad Husnan, 1994) :

$$\beta = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{n(\sum x^2) - (\sum x)^2}$$

$$\alpha = \frac{\sum y - \beta(\sum x)}{n}$$

dimana $x = \text{return pasar (Rmt)}$

$y = \text{return saham } (R_{it})$

$n = \text{periode pengamatan}$

4. Menghitung *expected return* saham suatu periode dengan menggunakan *Single*

Index Market Model (SIMM) yaitu :

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

dimana $E(R_{it}) = \text{Expected return}$ untuk saham I pada hari ke t

$R_{mt} = \text{Return pasar}$ pada hari ke t

5. Menghitung *abnormal return* dari saham I pada hari ke t yang dirumuskan oleh

Jogiyanto (1998) sebagai berikut :

$$RTN_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

dimana $RTN = \text{A R}$ saham I pada hari ke t

$R_{it} = \text{Actual return}$ saham I pada hari ke t

$E(R_{it}) = \text{Expected Return}$ saham I pada hari ke t

6. Menghitung rata-rata *abnormal return*

$$\overline{AR}_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

dimana $\overline{AR}_{it} = \text{Rata-rata Abnormal Return}$

$AR_{it} = \text{Abnormal Return}$

$n = \text{jumlah saham yang diteliti}$

7. Menghitung standar kesalahan estimasi ($SEE = \text{Standard Error of Estimate}$) atas

abnormal return (Jogiyanto, 1998 : 353):

$$S = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{T-2}}$$

dimana $S = SEE$

\bar{R} = rata-rata *return* saham I pada periode t

R_i = *return* saham ke I untuk hari ke t selama periode estimasi

$T1$ = jumlah hari di periode estimasi.

8. Melakukan pengujian statistik (*t-test*) terhadap *abnormal return* dengan tujuan untuk melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode peristiwa dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Jogiyanto, 1998 : 351):

$$t = \frac{A_t}{S}$$

dimana A_t = rata-rata *abnormal return* harian

$S = SEE$

Langkah-langkah Pengujian Hipotesis 2

1. Melakukan uji statistik t, dengan rumus sebagai berikut (sebagaimana dikutip dari Suryawijaya dan Setiawan, 1998 ; 145) :

$$t = \frac{\overline{AR \text{ after}} - \overline{AR \text{ before}}}{\frac{\sigma \text{ after}^2}{n} + \frac{\sigma \text{ before}^2}{n}}$$

Keterangan :

$\overline{AR \text{ after}}$ = rata-rata *abnormal return* sesudah peristiwa

$\overline{AR \text{ before}}$ = rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa

$\sigma \text{ after}$ = deviasi standar *abnormal return* sesudah peristiwa

$\sigma \text{ before}$ = deviasi standar *abnormal return* sebelum peristiwa

n = total saham yang dijadikan sampel

Langkah-langkah Pengujian Hipotesis 3

1. Menghitung aktivitas volume perdagangan saham i pada periode t

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

2. Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa dengan rumus (sebagaimana juga yang digunakan oleh Suryawijaya dan Setiawan, 1998 ; 146) :

$$TVA_{\text{before}} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} TVA_{\text{before } t}}{10}$$

dan

$$TVA_{\text{after}} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} TVA_{\text{After } t}}{10}$$

3. Menghitung deviasi standar rata-rata volume perdagangan sebelum dan sesudah peristiwa :

$$\sigma_{\text{before}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (TVA - TVA_{\text{before}})^2}{(n-1)}}$$

dan

$$\sigma_{\text{after}} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} (TVA - TVA_{\text{after}})^2}{(n-1)}}$$

4. Melakukan uji statistik t dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{\overline{\text{TVA after}} - \overline{\text{TVA before}}}{\sqrt{\frac{\sigma^2 \text{ after}}{n} + \frac{\sigma^2 \text{ before}}{n}}}$$

BAR IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai profil atau gambaran umum dari obyek penelitian, yang diikuti dengan pengolahan data, pengujian hipotesis dan analisis hasil penelitian secara berurutan dan terinci. Untuk lebih memudahkan dalam memahami alur analisis, hasil-hasil perhitungan akan disusun dalam beberapa tabel dengan disertai interpretasi numerik atas hasil-hasil analisis data yang tersaji. Tabel-tabel yang tersaji hanya merupakan ringkasan dari perhitungan secara komputasi. Sedangkan *print-out* populasi dan proses perhitungan disertakan pada bagian lampiran.

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Sampel dalam penelitian ini dibatasi pada saham-saham yang termasuk saham LQ 45 yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2002 untuk periode Agustus sampai Januari. Adapun alasannya sebagaimana dikutip dari Lamasigi (2002) adalah karena penelitian yang berbasis *event study* terutama untuk periode harian, memerlukan emiten-emiten yang bersifat *liquid* dengan kapitalisasi terbesar sehingga pengaruh suatu *event* dapat diukur dengan segera dan relatif lebih akurat. Selain itu, saham LQ 45 merupakan saham-saham yang aktif diperdagangkan di bursa.

Proses identifikasi dalam penelitian ini mencakup beberapa kriteria seperti yang dikemukakan pada Bab III. Emiten-emiten yang masuk sebagai sampel penelitian merupakan emiten dari berbagai macam sektor industri.

Gambaran umum dari obyek penelitian tersaji secara spesifik pada tabel 4.1. di bawah ini, yang memuat nama-nama emiten berikut jenis industri.

Tabel 4.1
Daftar Emiten Berdasarkan Jenis Industri

Jenis Industri	Jumlah	% (Persentase)
1. Pertanian	1	2.22
2. Pertambangan	2	4.44
3. Industri Dasar dan Kimia	5	11.1
4. Aneka Industri	7	15.55
5. Industri Barang Konsumsi	11	24.44
6. Properti dan Real Estate	1	2.22
7. Infrastruktur, Utilitas & Transportasi	2	4.44
8. Keuangan	5	11.1
9. Perdagangan, Jasa dan Investasi	11	24.44
Jumlah	45	100 %

Sumber : Harian Bisnis Indonesia

Pengelompokkan jenis industri tersebut berdasarkan data di Harian Bisnis Indonesia yang dikelompokkan menjadi 9 jenis industri, yaitu :

1. Pertanian
2. Pertambangan
3. Industri Dasar dan Kimia
4. Aneka Industri
5. Industri Barang Konsumsi
6. Properti dan Real Estate
7. Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi
8. Keuangan

9. Perdagangan, Jasa dan Investasi

Dari hasil tabel 4.1 dapat dilihat bahwa pembagian sampel untuk jenis industri, industri barang konsumsi dan perdagangan, jasa & investasi menduduki ranking tertinggi dengan 11 sampel (24,44 %). aneka industri 7 sampel (15,55 %). industri dasar & kimia dan keuangan masing-masing 5 sampel (11,1%). Sedangkan pertanian dan properti & real estate masing-masing 1 sampel. Dengan demikian dalam penelitian ini semua sampel untuk masing-masing jenis industri terwakili.

Dari ke-45 emiten tersebut bisa dibagi-bagi menurut status kepemilikan yang dapat dilihat dalam tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2
Status Kepemilikan Emiten

No.	Status Pemilik	Jumlah	% (Prosentase)
1.	BUMN	2	4.44
2.	PMDN	42	93.33
3.	PMA	1	2.22
	Jumlah	45	100 %

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*, 2000

Dari tabel 4.2 di atas dapat dilihat bahwa dari 45 sampel tersebut mayoritas terbesar sampel yaitu 42 sampel (93,33 %) adalah perusahaan swasta dalam negeri (PMDN), dan sisanya yaitu 2 sampel (4,44 %) adalah perusahaan yang dimiliki pemerintah (BUMN), sedangkan 1 sampel (2,22%) adalah perusahaan PMA.

4.2 Hasil Analisis Data

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu dilakukan penghitungan aktivitas volume perdagangan relatif dan rata-rata abnormal *return* ke 45 sampel saham pada saat publikasi diseputar terjadinya peristiwa teror bom pada tanggal 12 Oktober 2002. Untuk permulaan akan dibahas dahulu mengenai aktivitas volume perdagangan atau yang sering disebut dengan *Trading Volume Activity* (TVA). Aktivitas volume perdagangan saham diukur dengan aktivitas volume perdagangan relatif (TVA) yang oleh Beaver (1968) dinyatakan dengan rumus sebagai berikut :

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

Setelah TVA masing-masing saham diketahui, kemudian dihitung rata-rata volume perdagangan relatif saham sampel dengan cara :

$$X_{TVA} = \frac{\sum_{i=1}^n TVA_i}{n}$$

Hasil perhitungan dan gambaran rata-rata aktivitas volume perdagangan saham relatif untuk masing-masing periode laporan keuangan secara ringkas nampak pada tabel 4.3 di bawah ini, sedangkan *print out* proses perhitungan disertakan pada bagian lampiran.

Tabel 4.3
Hasil Perhitungan Rata-rata Volume Perdagangan Relatif Diseputar
Peristiwa Bom Bali (12 Oktober 2002)

Hari	TVA
-10	0,001427
-9	0,009186
-8	0,002181
-7	0,008762
-6	0,001596
-5	0,000636
-4	0,001019
-3	0,004232
-2	0,003683
-1	0,016037
0	0,005596
1	0,014276
2	0,012367
3	0,007057
4	0,011916
5	0,010179
6	0,015873
7	0,010287
8	0,003695
9	0,008742
10	0,009188

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Dari hasil perhitungan, nampak dalam tabel 4.3 di atas bahwa aktivitas volume perdagangan relatif atau TVA relatif di seputar tanggal peristiwa bom pada tanggal 12 Oktober 2002 menunjukkan adanya peningkatan volume perdagangan setelah peristiwa bom tersebut. Dan untuk lebih jelasnya akan dilakukan uji beda dengan menggunakan uji t untuk mengetahui signifikansi perbedaan dari dua periode yang dibandingkan menggunakan *Microsoft Excel*. Uji beda tersebut selanjutnya secara lebih rinci akan di bahas dalam bagian pengujian hipotesis. Berikut ini ditunjukkan hasil perhitungan rata-rata aktivitas volume

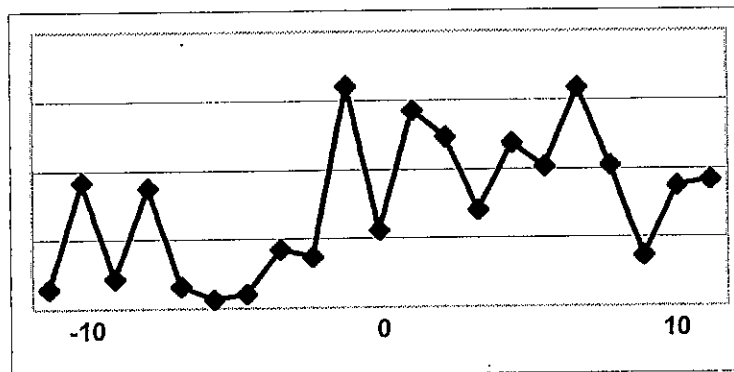
perdagangan saham relatif dan gambarannya pada periode sebelum dan periode setelah peristiwa 12 Oktober 2002.

Tabel 4.4
Hasil Perhitungan Rata-rata TVA
Sebelum dan Setelah Peristiwa 12 Oktober 2002

Hari	TVA	Hari	TVA
-10	0,001427	1	0,014276
-9	0,009186	2	0,012367
-8	0,002181	3	0,007057
-7	0,008762	4	0,011916
-6	0,001596	5	0,010179
-5	0,000636	6	0,015873
-4	0,001019	7	0,010287
-3	0,004232	8	0,003695
-2	0,003683	9	0,008742
-1	0,016037	10	0,009188
Rata-rata TVA	0,004876		0,010358

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Gambar 4.1
Aktivitas Perdagangan Saham 10 Hari Sebelum, Pada Tanggal,
dan 10 Hari Setelah Peristiwa Bom Bali (12 Oktober 2002)



Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Dari gambar 4.1 di atas menunjukkan bahwa pada periode terjadinya peristiwa tersebut (t 0) menunjukkan adanya penurunan yang sangat drastis rata-rata aktivitas volume perdagangan saham dibandingkan hari sebelum dan sesudah peristiwa bom Bali 12 Oktober 2002.

Selanjutnya akan dibahas mengenai perhitungan secara ringkas *abnormal return* yang timbul beserta gambaran fluktuasi *abnormal return* diseputar tanggal terjadinya peristiwa bom Bali (12 Oktober 2002), sedangkan *print out* hasil perhitungan disertakan pada bagian lampiran. *Abnormal return* disini dihitung dengan menggunakan *market model* yang dilihat dari selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi yang dirumuskan di bawah ini.

Brown dan Warner (1980) yang melakukan penelitian mengenai penggunaan berbagai model dalam mendeteksi *abnormal return* menyatakan bahwa tidak ada satu metode pun yang mampu memperbaiki kemampuan metode *market model*.

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Namun demikian, sebelum dipaparkan mengenai hasil perhitungan *abnormal return*, disini akan dijelaskan mengenai perhitungan dan koreksi beta yang dilakukan dalam penelitian ini. Secara matematis, perhitungan dan koreksi beta menjadi penting karena beta adalah dasar kalkulasi dalam *single index market model*. Secara substansif, beta merupakan pengukur resiko sistematis (*systematic risk*) dari suatu sekuritas relatif terhadap resiko pasar. Di sisi lain, untuk menghindari beta yang bias maka perlu dilakukan koreksi. Beta yang tidak bias bisa dilihat dari nilai beta pasar yang cenderung mengarah ke nilai 1 dari waktu ke waktu, sehingga beta perlu dikoreksi jika nilainya jauh dari nilai 1 (Jogiyanto, 1998 ; 217). Sebagaimana telah dijelaskan pada bab II, beta yang bias pada pasar

modal yang berkembang lebih disebabkan oleh adanya perdagangan yang tidak sinkron.

Pada tabel 4.5 berikut ini nampak bahwa nilai beta pasar yang belum dikoreksi adalah 0,65809 (nilai beta yang belum dikoreksi maupun nilai beta yang telah dikoreksi untuk masing-masing sekuritas terlampir). Angka ini masih jauh dari 1 dan angka ini secara statistik signifikan berbeda dengan angka 1 pada $\alpha = 0,001$ ($Z_{score} = -3,185$) sehingga perlu dilakukan koreksi. Koreksi dilakukan dengan menggunakan metode Dimson karena menurut Jogiyanto (1998 ; 235) metode ini memberikan hasil koreksi yang lebih baik daripada metode Scholes dan Williams seta metode Fowler dan Rourke, khususnya untuk koreksi satu periode lag & lead.

Tabel 4.5
Rangkuman Hasil Perhitungan Beta
dan Koreksi Beta dengan Metode Dimson

	(Rata-Rata Beta)
Beta sebelum dikoreksi	0,65809
Dikoreksi 1 periode lag & lead	0,83503
Dikoreksi 2 periode lag & lead	0,53004
Dikoreksi 3 periode lag & lead	0,50203

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Berdasarkan tabel 4.5 nampak bahwa koreksi untuk periode satu lag dan lead terbukti mengurangi bias. Sedangkan untuk periode dua periode maupun tiga periode justru akan menambah bias. Hal ini mengindikasikan frekuensi ketidaksinkronan yang relatif jarang terjadi. Jika perdagangan sudah sinkron,

maka koreksi dengan penambahan periode *lag* dan *lead* bukannya mengurangi ketidaksinkronan, sebaliknya akan membuat perdagangan menjadi tidak sinkron. Beta yang sudah dikoreksi dengan metode Dimson (periode 1 *lag* & *lead*) di atas digunakan sebagai koefisien dalam *single index market model* yang digunakan sebagai basis kalkulasi *abnormal return*.

Adapun nilai rata-rata *abnormal return* pada periode peristiwa (t-3 sampai dengan t+3) dengan menggunakan pendekatan *market model* disajikan pada tabel berikut ini :

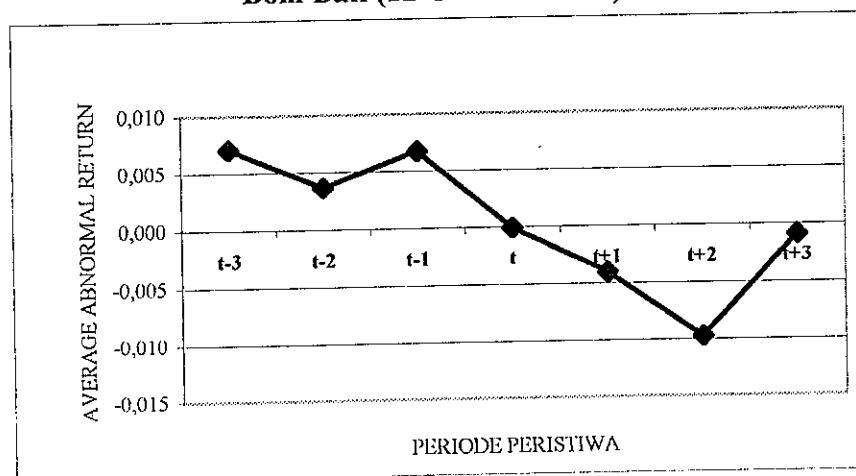
Tabel 4.6
Rata-Rata *Abnormal Return* pada Periode Peristiwa
Bom Bali (12 Oktober 2002)

Periode	Rata-Rata <i>Abnormal Return</i>
t - 3	0,00708
t - 2	0,00366
t - 1	0,00676
t 0	-0,00006
t + 1	-0,00403
t + 2	-0,00973
t + 3	-0,00089

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Sementara pergerakan atau fluktuasi rata-rata *return* tidak normal (*average abnormal return*) pada periode peristiwa dapat digambarkan di bawah ini.

Gambar 4.2
Pergerakan *Average Abnormal Return* pada Periode Peristiwa
Bom Bali (12 Oktober 2002)



Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Pada tabel 4.6 maupun gambar 4.2 di atas nampak bahwa rata-rata *return* tidak normal adalah positif selama $t-3$ sampai dengan $t-1$, kemudian menurun menjadi negatif pada t_0 sampai dengan $t+2$. Pada $t+3$ nampak rata-rata *abnormal return* bergerak naik meskipun masih bernilai positif. *Abnormal return* positif menunjukkan bahwa *actual return* lebih besar daripada *expected* atau *normal return*. Sedangkan *abnormal return* negatif mengindikasikan bahwa *actual return* lebih kecil dari *return* yang diharapkan atau diprediksikan oleh para investor.

Kemudian di bawah ini disajikan hasil perhitungan *return* tidak normal standarisasi (RTNS). Nilai RTNS ini dapat diartikan sebagai nilai t hitung untuk masing-masing *return* tidak normal sekuritas ke-1 hari ke- t (Jogiyanto, 1998 ; 355). Standarisasi yang dilakukan adalah dengan membagi nilai *return* tidak normal dengan nilai kesalahan standar estimasi (*standar error of the estimate* atau SEE). Standarisasi dilakukan untuk *return* tidak normal masing-masing sekuritas. Nilai kesalahan standar estimasi tersebut dihitung dengan rumus dari Jogiyanto (1998) yang telah ditampilkan pada bab III. Proses dan hasil perhitungan *standardized abnormal return* untuk masing-masing *abnormal return* sekuritas berikut proses perhitungan untuk rata-rata *standardized abnormal return* terlampir dan rangkuman untuk rata-rata *return* tidak normal standarisasi disajikan pada tabel berikut ini.

Tabel 4.7
Rata-Rata *Standardized Abnormal Return* (t Hitung)
pada Periode Peristiwa

Periode	Rata-Rata <i>Abnormal Return</i>	Rata-Rata <i>Standardized Abnormal Return</i>
t - 3	0,00708	9,38251
t - 2	0,00366	6,96518
t - 1	0,00676	38,34037
t 0	-0,00006	-62,97750
t + 1	-0,00403	27,97273
t + 2	-0,00973	7,73075
t + 3	-0,00089	-0,83661

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Kemudian dilakukan pengujian statistik terhadap *return* tidak normal tersebut, dimana tujuannya adalah untuk melihat tingkat signifikansi *return* tidak normal yang berada pada periode peristiwa. Sebagaimana dikutip dari Jogiyanto (1998 ; 351), signifikansi yang dimaksud adalah bahwa *abnormal return* tersebut secara statistik signifikan atau tidak sama dengan nol (positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk). Uraian mengenai hasil pengujian statistik terhadap *return* tidak normal disajikan pada bagian pengujian hipotesis.

4.3 Pengujian Hipotesis

Setelah diperoleh data-data dan hasil perhitungan seperti pada tabel-tabel diatas, langkah berikutnya adalah melakukan pengujian secara statistik terhadap data-data dan hasil perhitungan tersebut untuk menjawab hipotesis-hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini.

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini mengemukakan adanya dugaan bahwa ada *abnormal return* signifikan yang diterima investor pada peristiwa bom Bali tanggal 12 Oktober 2002. Hipotesis pertama ini diuji dengan

menggunakan nilai rata-rata *abnormal return* yang distandarisasi yang diartikan sebagai nilai *t* hitung sebagaimana nampak pada tabel 4.8. Berikut disajikan nilai rata-rata *abnormal return* (*t* hitung) beserta keputusan yang dapat diambil.

Tabel 4.8
Rata-Rata *Standardized Abnormal Return* (*t* Hitung)
pada Periode Peristiwa

Periode	Rata-Rata <i>Standardized Abnormal Return</i>	Keputusan
t - 3	9,38251	Signifikan pada $\alpha = 0,01$
t - 2	6,96518	Signifikan pada $\alpha = 0,01$
t - 1	38,34037	Signifikan pada $\alpha = 0,01$
t 0	-62,97750	Signifikan pada $\alpha = 0,01$
t + 1	27,97273	Signifikan pada $\alpha = 0,01$
t + 2	7,73075	Signifikan pada $\alpha = 0,01$
t + 3	-0,83661	Insignifikan

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2003

Tabel 4.8 di atas menginformasikan bahwa pada peristiwa bom Bali tanggal 12 Oktober 2002 (*t*₀) ada *abnormal return* yang sangat signifikan. Perlu dicatat bahwa dalam penelitian ini peristiwa bom Bali diasumsikan terjadi pada tanggal 14 Oktober 2002 karena tanggal 12 Oktober adalah hari Sabtu dimana tidak ada aktivitas perdagangan, sehingga investor sudah mengetahui dan mengantisipasi peristiwa tersebut dengan baik. Informasi yang diperoleh dari tabel 4.8 menunjukkan bahwa hipotesis pertama penelitian ini dapat diterima. Lebih jauh dapat dikemukakan disini bahwa apabila dilihat dari pergerakan *average abnormal return* (gambar 4.2) nampak terjadi kecenderungan menurun yang tajam pada *t*₀ sampai *t*+2 dimana *average abnormal return* negatif ini adalah signifikan (tabel 4.8). Hal ini mengindikasikan bahwa peristiwa bom Bali merupakan *extraordinary event* yang berada diluar perkiraan atau harapan investor serta

pasar. Sebagaimana disebutkan oleh Jogiyanto (1998 ; 318), jika digunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mengandung kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan *abnormal return* kepada pasar. Dengan demikian, hasil pengujian hipotesa ini berarti mendukung H1 yaitu bahwa terdapat *abnormal return* signifikan yang diterima investor pada tanggal terjadinya peristiwa 12 Oktober 2002, dan dengan demikian menolak H 0.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian-penelitian sejenis yang pernah dilakukan di Indonesia, antara lain yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998), Lamasigi (2002), dan Mahgianti (2001), yang menemukan bahwa pasar modal Indonesia dalam hal ini BEJ sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan, termasuk peristiwa politik berskala nasional.

Sedangkan hipotesis 2 yang diajukan menyatakan adanya dugaan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah peristiwa bom Bali berbeda secara signifikan. Hipotesis kedua ini diuji dengan menggunakan uji t dimana hasilnya disajikan pada tabel 4.9 di bawah ini.

Tabel 4.9
Hasil Uji Beda Rata-Rata *Average Abnormal Return*
Sebelum dan Setelah Peristiwa Bom Bali

	Sebelum	Sesudah
Mean	0,00583009	-0,004884238
Observations	3	3
t Stat	6,4174254	
P	0,02343159	

Sumber: Data sekunder yang diolah , 2003

Tabel 4.9 di atas menunjukkan bahwa terdapat perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dan sesudah peristiwa bom Bali (t hitung = 6,417, $P = 0,023$). Hasil ini mendukung hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini. Tabel 4.11 juga menginformasikan bahwa rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa bom Bali lebih tinggi daripada sesudah peristiwa bom Bali. Hasil hipotesis kedua ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998). Karena nampaknya peristiwa 12 Oktober 2002 dianggap oleh pasar sebagai peristiwa politik yang dapat mengancam kestabilan ekonomi dalam negeri, dimana pasar mengkategorikannya sebagai *bad news* yang mengakibatkan pelaku pasar menanggapi kejadian tersebut secara negatif (terlihat pada rata-rata *abnormal return* yang negatif).

Adapun hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini menyebutkan adanya perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan yang signifikan antara sebelum dengan sesudah peristiwa bom Bali. Sebagaimana hipotesis kedua, hipotesis ketiga juga diuji dengan menggunakan uji t , dimana rangkuman hasil perhitungannya ditampilkan pada tabel 4.10 berikut ini.

Tabel 4.10
Hasil Uji Beda Terhadap Rata-rata Aktivitas Volume Perdagangan Saham
Relatif Sebelum dan Sesudah Peristiwa Bom Bali

t hitung	Mean Sebelum	Mean Sesudah	Mean Difference	P
2,693	0.0004876	0.001036	0.000548	0.025

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2003

Hasil analisis selama kurun waktu 10 hari sebelum sampai dengan 10 hari setelah peristiwa teror bom pada tanggal 12 Oktober 2002 dengan tingkat $\alpha = 5\%$ menunjukkan adanya reaksi pasar yang signifikan berupa peningkatan rata-rata

volume perdagangan saham relatif setelah peristiwa pengeboman tersebut. Dengan demikian untuk hipotesis pertama menolak hipotesis nol dan menerima hipotesis 3. Adanya perbedaan yang signifikan tersebut menunjukkan bahwa pada periode setelah peristiwa 12 Oktober 2002, para investor sudah memanfaatkan informasi tersebut untuk pengambilan keputusan. Atau dengan kata lain, adanya peristiwa pengeboman 12 Oktober 2002 sepertinya memberikan informasi yang mendorong aktivitas perdagangan yang lebih besar dibandingkan dengan tingkat perdagangan di luar periode peristiwa.

Sebagaimana disebutkan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998) bahwa peningkatan volume perdagangan dapat mempunyai arti ganda. Apabila volume perdagangan meningkat akibat peningkatan permintaan (*demand*), maka dapat diartikan bahwa peristiwa 12 Oktober 2002 adalah peristiwa politik yang “positif” (*good news*) di mata para pelaku pasar. Sebaliknya, jika peningkatan volume perdagangan ini lebih banyak dipicu oleh peningkatan penjualan (*supply*) saham, maka dapat disimpulkan bahwa pelaku pasar mengartikan peristiwa tersebut sebagai peristiwa yang *unfavorable* (*bad news*) dan dianggap sebagai sinyal negatif bagi prospek investasi di Indonesia. Nampaknya kesimpulan kedua ini sesuai dengan kasus yang terjadi pada 12 Oktober 2002, dimana hal tersebut dianggap sebagai sinyal negatif bagi prospek investasi di Indonesia. Sebagaimana disebutkan oleh Manurung (2002) bahwa adanya bom Bali pada bulan oktober merupakan salah satu faktor penting yang membuat bursa kita merosot tajam sampai November 2002.

Hasil pengujian hipotesis ketiga ini mendukung penelitian Suryawijaya dan Setiawan (1998), yang menyebutkan bahwa adanya perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan sesudah peristiwa menunjukkan adanya kekhawatiran investor yang kemudian melakukan banyak transaksi untuk mengamankan investasinya pasca peristiwa, yang tercermin pada tingginya rata-rata aktivitas volume perdagangan pada 10 hari setelah peristiwa pengeboman yang terjadi di Legian Kuta Bali.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai kesimpulan dan implikasi dari hasil penelitian yang telah dilakukan. Kesimpulan yang ditarik merujuk pada hasil pengujian hipotesis dan perumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini. Sedangkan implikasi kebijakan akan menguraikan implikasi hasil penelitian ini bagi para praktisi. Sementara keterbatasan penelitian mengungkapkan kekurangan ataupun kelemahan yang ditemukan dalam penelitian dimana keterbatasan penelitian tersebut menjadi agenda bagi penelitian di masa yang akan datang.

5.1 Kesimpulan

Kesimpulan-kesimpulan strategis yang dapat ditarik dari hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini dengan mencermati perumusan masalah yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Peristiwa bom Bali tanggal 12 Oktober 2002 juga terbukti memacu terjadinya *abnormal return* yang sangat signifikan dimana rata-rata *abnormal return* pada peristiwa bom Bali bernilai negatif. Kondisi ini menggambarkan bahwa peristiwa bom Bali diluar perkiraan atau harapan para investor maupun pasar. Lebih jauh dapat disimpulkan bahwa peristiwa bom Bali mengandung informasi (*information content*). Hasil pengujian ini sekaligus mendukung hipotesis 1. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian-penelitian sejenis yang pernah dilakukan di

Indonesia, antara lain yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998), Lamasigi (2002), dan Mahgianti (2001), yang menemukan bahwa pasar modal Indonesia dalam hal ini BEJ sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan, termasuk peristiwa politik berskala nasional.

2. Peristiwa bom Bali juga terbukti mengakibatkan reaksi yang signifikan untuk variabel *abnormal return*. Hal ini ditunjukkan dari perbedaan rata-rata *abnormal return* yang signifikan antara sebelum dengan sesudah peristiwa bom Bali, dimana rata-rata *abnormal return* sesudah peristiwa bom Bali bernilai negatif dan lebih rendah daripada rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa 12 Oktober 2002. Hal ini mengindikasikan bahwa peristiwa bom Bali mengandung informasi dan berada diluar harapan atau ekspektasi investor maupun pasar serta dianggap sebagai *very bad news*. Kesimpulan ini sekaligus mendukung hipotesis 2. Dengan demikian, hasil pengujian kedua ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998).
3. Peristiwa pengeboman Bali pada tanggal 12 Oktober 2002 terbukti menimbulkan reaksi yang signifikan untuk variabel aktivitas volume perdagangan. Hal ini ditunjukkan dengan adanya perbedaan yang signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham relatif atau *Trading Volume Activity (TVA)* pada periode sebelum peristiwa bom Bali terjadi dengan periode sesudah peristiwa bom Bali. Dalam hal ini hasil pengujian untuk hipotesis pertama mendukung H3. Rata-rata TVA

sebelum peristiwa menunjukkan adanya volume perdagangan yang lebih kecil daripada sesudah peristiwa bom Bali. Hal ini mengindikasikan adanya aktivitas pelepasan saham oleh investor yang signifikan sesudah peristiwa bom Bali. Dengan demikian, hasil pengujian hipotesa ke 3 ini konsisten hasil penelitian yang dilakukan oleh Suryawijaya dan Setiawan (1998) yang juga menemukan adanya perbedaan signifikan antara periode sebelum dan setelah *event*.

5.2 Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan manajerial yang muncul dari hasil penelitian ini adalah adanya keharusan bagi para investor untuk senantiasa mencermati perkembangan fenomena sosial, politik, dan budaya. Sehingga investor tidak hanya memfokuskan pada perkembangan ekonomi mikro maupun makro saja. Peristiwa bom Bali, apabila dicermati lebih dalam, sebenarnya bukan merupakan peristiwa yang berdiri sendiri dan tidak dapat diantisipasi. Kejadian tersebut berada pada rantai terorisme yang dipuncaki oleh peristiwa 11 September di Amerika Serikat. Fenomena-fenomena terorisme yang terjadi sebelum peristiwa bom Bali sebenarnya dapat dijadikan sinyal bagi para investor untuk mengantisipasi peristiwa serupa yang dapat terjadi di Indonesia serta efek merugikan yang mungkin terjadi pada pasar modal. Oleh sebab itu implikasi nyata dari hasil penelitian ini adalah arti penting informasi dari segala aspek maupun perspektif bagi para investor maupun calon investor.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Kekurangan dan kelemahan yang ditemukan dalam penelitian ini antara lain adalah:

1. Dalam penelitian ini koreksi beta hanya menggunakan satu metode saja yaitu metode Dimson dengan mengacu pada hasil penelitian Jogiyanto (1998) yang menjelaskan bahwa metode ini memberikan koreksi bias beta yang paling baik. Di sisi lain, penelitian Jogiyanto dan Surianto (1999) menunjukkan bahwa metode Fowler dan Rourke adalah yang paling bagus dalam mengkoreksi beta. Penggunaan satu metode koreksi saja akan menghilangkan kemungkinan metode lain yang dapat memberikan hasil koreksi yang lebih baik.
2. Dalam penelitian ini dilakukan rata-rata nilai *abnormal return*, sehingga terdapat kemungkinan nilai positif dan negatif saling menghilangkan. Dampak saling menghilangkan ini bisa mempengaruhi hasil penelitian secara keseluruhan.
3. Besaran *abnormal return* ditentukan hanya dengan menggunakan model pasar (*market model*). Terdapat kemungkinan model lain akan memberikan hasil yang lebih baik dan berbeda, sehingga penggunaan satu model saja tidak dapat digunakan untuk mengestimasi konsistensi hasil kalkulasi.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Keterbatasan-keterbatasan penelitian ini sebagaimana diuraikan di atas dapat dijadikan dasar bagi pengembangan penelitian ini di masa yang akan datang. Oleh karena itu, agenda penelitian mendatang antara lain adalah:

1. Pada penelitian mendatang, apabila ditemukan bias beta, koreksi beta hendaknya dilakukan dengan menggunakan berbagai metode sekaligus sehingga bisa dilakukan komparasi dan dipilih metode yang memberikan hasil koreksi terbaik.
2. Sebagai upaya mengeliminir dampak saling menghilangkan akibat nilai positif dan negatif, maka pada penelitian mendatang sebaiknya digunakan indikator SRV (*Security Return Variability*) sehingga semua nilai akan positif.
3. Penentuan *abnormal return* hendaknya menggunakan lebih banyak metode, selain model pasar yang digunakan dalam penelitian ini. Metode indeks berganda dapat digunakan sebagai tambahan untuk memeriksa konsistensi hasil perhitungan *abnormal return*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul Halim dan Soelistiyo. " Aplikasi *Clustering*, *Manova*, dan Transformasi Data Atas Data Pasar Modal Indonesia (Studi Kasus Kemampuan Data Rasio Keuangan Tahun 1995 dan 1996 dalam Membedakan *Yields*)". **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**, Vol. 1 No. 3 Desember, Hal. 221-236.
- Abdul Rohman. 2001. "Pengaruh Arus Kas Operasi dan Laba Akuntansi Terhadap Tingkat Keuntungan Dan Likuiditas Saham Emiten Di Bursa Efek Jakarta", **Simposium Nasional Akuntansi IV**, Kompartemen Akuntan Pendidik Bandung 30-31 Agustus.
- Adler Haymans Manurung, 1996, "Stock Return and Earnings Announcements on the JSX", **Jurnal Manajemen Prasetiya Mulya III**, 52-57.
- Ainun Na'im, 1997, "Peran Pasar Modal Dalam Pembangunan Ekonomi Indonesia", **Kelola**, No. 14/VI.
- Ambar Woro Hastuti dan Bambang Sudibyo, 1998, "Pengaruh Publikasi laporan Arus Kas Terhadap Volume Perdagangan Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 1, No. 2, Juli.
- Arif Budiarto dan Zaki Baridwan, 1999, " Pengaruh Pengumuman Right Issue terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas saham di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1996", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, IAI, Kompartemen Akuntan Pendidik Vol. 2.
- Askam Tuasikal, 2001, "Manfaat Informasi Akuntansi Dalam Memprediksi Return Saham", **Simposium Nasional Akuntansi IV**, Kompartemen Akuntan Pendidik, Bandung 30-31 Agustus.
- Bamber, L.S.,1986, "The Information Content of Annual Earning Release", A Trading Volume Approach", **Journal of Accounting Research**, Spring, 40-56.
- Bandi dan Jogiyanto Hartono, 2000, "Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Pengumuman Deviden", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 3, No.2 Juli.
- Cready, W.M. and Mynatt, 1991," The Information Content of Annual Report, A Price and Trading Response Analysis", **The Accounting Review**, 68, 291-312.

UPT-PUSTAK-UNDIP

- Ekasari, Kurnia, Bambang Subroto, dan Iwan Triyuwono, 1999, "Penelitian Empirik Terhadap Kandungan Informasi Dari Arus Kas Per Lembar Saham", **Jurnal Penelitian Ilmu-ilmu Sosial**, Vol. 2., No. 1, Juni, Program Pascasarjana Univ. Brawijaya.
- Gudono dan Sugeng, 1998, "Reaksi Pasar Modal Terhadap Regulasi Yang Berkaitan Dengan Bantuan Sosial", **Kompak**, Nomor 17, Oktober, Hal 61-78.
- Harijono, 1999, **Event Study**, Cetakan Pertama, Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Satya Wacana Salatiga.
- Harianto dan Sudomo, 1998, **Perangkat Dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia**, PT. Bursa Efek Jakarta.
- Husnan dkk, 1996, "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan Terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan", **Kelola**, No. 11/V.
- Ibnu Qizam, 2001, "Analisa Kerandoman Perilaku Laba Perusahaan di Bursa Efek Jakarta", **Simposium Nasional Akuntansi IV**, Kompartemen Akuntan Pendidik Bandung 30-31 Agustus.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 1994, **Standar Akuntansi Keuangan**, Buku Satu, Salemba Empat Jakarta.
- Jogiyanto Hartono, 1998, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, Edisi Pertama, Penerbit BPFE Yogyakarta.
- Jogiyanto Hartono dan Doddy Setiawan, 2002, "Pengujian Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat Secara Keputusan : Analisis Pengumuman Dividen Meningkat", **Simposium Nasional Akuntansi 5**, Semarang 5-6 September.
- Jogiyanto dan Suriyanto, 1999, "Bias di Beta Sekuritas Dan Koreksinya Untuk Pasar Modal Yang Sedang Berkembang : Bukti Empiris Di Bursa Efek Jakarta", **Seminar Nasional Dan Hasil-Hasil Penelitian Forum Komunikasi Penelitian Manajemen Dan Bisnis V**, Semarang 24-25 Juni.
- Lamasigi, Treisye Ariance, 2002, "Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Pergantian Presiden Republik Indonesia 23 Juli 2001 : Kajian Terhadap Return Saham LQ-45 Di PT. Bursa Efek Jakarta", **Simposium Nasional Akuntansi 5**, Semarang 5-6 September.

Nurhayatie, Tatiek dkk., 1999, "Reaksi Harga Saham di BEJ Terhadap Pengumuman Pergantian Kepemimpinan Suharto", **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol. 4/Tahun II/ Desember.

Parawiyati dan Zaki Baridwan, 1998, "Kemampuan Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Publik di Indonesia", **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 1, No. 1, Januari.

Prayogo P. Harto, 2000, "Reaksi Harga Saham Dalam Peristiwa Politik Indonesia (Studi pada Sidang Tahunan MPR tahun 2000)", **Jurnal Bisnis Strategi**, Vol. 5/Tahun III.

Robert Ang, 1997, **Buku Pintar Pasar Modal (The Intelligent Guide To Indonesian Capital Market)**, Mediasoft Indonesia.

Rini Mahgianti, "Perilaku Harga dan Volume Perdagangan (Studi Peristiwa Dampak Penundaan Pencairan Bantuan IMF Pada Saham Dominasi Asing Dengan Pendekatan Koreksi Beta", **Simposium Nasional Akuntansi IV**, Kompartemen Akuntan Pendidik Bandung 30-31 Agustus.

-----, 2000, "Strategi Investasi di Pasar Modal Indonesia", **Paper**, Kuliah Umum di Program Pasca Sarjana MM-Universitas Diponegoro Semarang 24 Agustus.

-----, 2002, "Prospek Pasar Modal Pada Tahun 2003", **Usahawan**, No. 12 TH XXXI Desember.

R. Gatot Rustamadji, 2001, "Analisis Ekspektasi Investor di Bursa Efek Jakarta Terhadap Peristiwa Politik (Event Study : Peristiwa Keputusan memorandum oleh DPR dalam Kasus Buloggate dan Bruneigate)", **Usahawan**, No. 08 Th. XXX Agustus.

Ro, B.T., 1981, "The Disclosure of Replacement Cost Accounting Data and Its Effect on Transaction Volume", **The Accounting Review**, January, 70-84.

Sari Atmini, 2001, "Asosiasi Siklus Hidup Perusahaan Dengan Incremental Value Relevance Informasi Laba Dan Arus Kas", **Simposium Nasional Akuntansi IV**, Kompartemen Akuntan Pendidik Bandung 30-31 Agustus.

Syahrul dkk, 2000, **Kamus Lengkap Ekonomi**, Citra Harta Prima Jakarta

Suryawijaya, Marwan Asri dan Faisal Arief Setiawan, 1998, "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (*Event Study* pada Peristiwa 27 Juli 1996)", **Kelola**, No. 18/VII.

Untung Affandi dan Siddharta Utama, 1998, "Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat Pada Bursa Efek Jakarta", **Usahawan**, No. 03. Th. XXVII Maret.

www.jsx.co.id.

Zaki Baridwan, 1992, **Intermediate Accounting**, Edisi 7, BPFE – Yogyakarta.